

José Manuel González-Páramo*

LA ESTABILIDAD FINANCIERA EN LA ZONA DEL EURO Y EL RIESGO SISTÉMICO

La política y el análisis en materia de estabilidad financiera han tenido en cuenta los importantes cambios acontecidos en los mercados financieros durante los últimos años y han transformado las lecciones aprendidas en un marco de supervisión macroprudencial más sólido. La estabilidad financiera de la zona del euro hace imprescindible un fuerte enfoque sistémico, incluida la constatación de que es necesario seguir desarrollando la integración económica de la zona del euro. Para lograr este objetivo se requiere una gobernanza reforzada tanto en términos de políticas fiscales como económicas, a fin de evitar la reaparición de graves desequilibrios como los acumulados en el pasado y su infausto legado.

Palabras clave: estabilidad financiera, política macroprudencial, riesgo sistémico, deuda soberana, zona del euro, Banco Central Europeo

Clasificación JEL: E58, G1, G28, H6.

1. Introducción

La actual crisis financiera mundial atraviesa ya su cuarto año desde que comenzaron las turbulencias a mediados de 2007. Aunque inicialmente se circunscribía a productos estructurados vinculados al segmento del mercado estadounidense de las hipotecas de alto riesgo (*sub-prime*), pronto se propagó a través de las fronteras y los sectores. En su fase más reciente, la crisis está también afectando a los mercados de deuda soberana de la zona del euro. Esta profundización de la crisis ha estado marcada por una pérdida generalizada de confianza de los mercados, y se ha manifestado en

la aparición de importantes externalidades y un efecto contagio cada vez más extendido. Como consecuencia de todo ello, el riesgo sistémico ha cobrado un protagonismo cada vez mayor.

Este artículo estudia los cambios más recientes en la percepción de los riesgos para la estabilidad financiera en la zona del euro. El artículo se ocupa de las principales ideas que vertebran la respuesta dada por las políticas relacionadas con la vigilancia macroprudencial. Para ello, primero, se ofrece un análisis de la evolución del riesgo sistémico antes y durante la crisis financiera. A continuación, se presentan las medidas adoptadas hasta el momento en términos de análisis y política macroprudencial. Se presta especial atención al papel del Banco Central Europeo (BCE) y de la recién creada Junta Europea de Riesgo Sistémico (JERS) en el ámbi-

* Miembro del Comité Ejecutivo del Banco Central Europeo.

to de la vigilancia de la estabilidad financiera y el riesgo sistémico en la zona del euro, y a la estrecha relación existente entre la estabilidad de precios y la estabilidad financiera. El artículo concluye con una perspectiva de futuro y una reflexión sobre los elementos necesarios para alcanzar una integración más profunda en Europa y unos mayores niveles de estabilidad financiera.

2. Los acontecimientos pasados han revelado vulnerabilidades sistémicas

Volvamos la vista atrás y comencemos por el período anterior a la crisis, caracterizado por una volatilidad macroeconómica inusualmente reducida y un ritmo de crecimiento económico sostenido, que por aquel entonces solía conocerse como la «Gran Moderación». Esta aparente calma, sin embargo, escondía ya las semillas de la actual crisis. Durante este período, por ejemplo, se registraron fuertes incrementos de los precios de los activos y, en especial, de la vivienda, y una altísima rentabilidad del sector financiero al mismo tiempo que las primas de riesgo se encontraban en niveles históricamente bajos. Entre los académicos, los responsables políticos y los expertos se extendía la creencia de que había comenzado una nueva era marcada por un mayor crecimiento potencial de las economías (creencia parodiada a posteriori por Reinhart y Rogoff en su libro *Esta vez es distinto*¹). En aquella época se pensaba que las señales observadas en los mercados financieros eran el resultado de la intensa integración financiera mundial y de la innovación financiera. Muchos creían también que este proceso no debía de suscitar ninguna preocupación, ya

que abriría a un mayor conjunto de individuos la posibilidad de beneficiarse de los frutos de una mayor integración de los mercados financieros. La noción de una beneficiosa «distribución internacional de riesgos» estaba a la orden del día.

Es cierto que la integración financiera genera beneficios en términos de una mayor diversificación geográfica, que contribuye a crear mercados más completos y que mejora el acceso a los mercados. Estos son beneficios que, en esencia, la crisis no ha eliminado. No obstante, la existencia de mercados financieros integrados a escala mundial también entraña riesgos sistémicos, con lo que aumenta la vulnerabilidad al contagio y las externalidades. Llevada al extremo, la integración financiera en una unión monetaria como la europea ha aportado, desde la introducción del euro —y continúa aportando—, innumerables beneficios. Sin embargo, también es verdad que en el momento en que la crisis afectó a Europa gravemente, por primera vez, la integración tan estrecha que habían alcanzado los distintos mercados (como los monetarios, los de deuda pública y el interbancario) dejaba vulnerable al sistema ante cualquier corrección de los desequilibrios locales². Es en este sentido en el que puede afirmarse que la mayor integración de los mercados contribuyó, también, a hacer más frágil al sistema financiero global.

Al mismo tiempo, con la globalización aumentaban los vínculos transfronterizos, y la innovación financiera estaba generando grandes cambios en los mercados. El denominado modelo de «originar para distribuir», en el que las entidades de crédito venden préstamos que han originado tras reagruparlos y titularlos, permitió a dichas entidades aumentar la oferta de crédito a prestatarios que, de otro modo, no habrían obtenido financiación

¹ REINHART y ROGOFF (2009) realizan un completo resumen de la situación y los debates de política que tuvieron lugar en vísperas de la crisis de los mercados estadounidenses de las hipotecas de alto riesgo. En Europa, el BCE, entre otros, había advertido en sus informes de estabilidad financiera de la aversez de rendimientos en Estados Unidos, la acumulación de deuda, el alza de los precios de los activos y el riesgo de que se produjese un agotamiento de la liquidez a escala mundial en caso de alteraciones inesperadas que afectasen al crédito (véase BCE, 2004 y ediciones posteriores).

² En cambio, la integración financiera fue más lenta en los mercados minoristas, debido a que, en general, presentan más diferencias culturales y lingüísticas y al grado de integración de las infraestructuras subyacentes. Véase, por ejemplo, el informe del BCE sobre integración financiera (BCE, 2008a). Los informes de los años sucesivos presentan una interesante visión sobre cómo ha afectado la crisis financiera a la integración financiera en Europa.

por falta de interés en el tipo de riesgos que entrañaban. Además, la transferencia del riesgo crediticio a otras entidades distintas de las que habían originado los préstamos en un inicio reducía los incentivos necesarios para supervisar el pago de los préstamos, y para realizar un control y una selección adecuada de los riesgos³.

La integración y la innovación financieras contribuyeron, junto con las condiciones macroeconómicas favorables del momento, al crecimiento de los balances de las entidades de crédito y de otras instituciones financieras, y a la creciente complejidad de las relaciones financieras. Las entidades comenzaron a acumular elementos de fragilidad en sus balances, tanto en el lado del activo como en el del pasivo. Por un lado, los balances de las entidades contenían activos con excesivo riesgo de crédito, que se vieron impulsados por el aumento de los precios de los activos y que no recibieron un seguimiento suficiente. Por el otro, el recurso generalizado a la financiación mayorista hizo vulnerables a las entidades de crédito frente a cambios bruscos en la confianza y la percepción de los inversores⁴. Las profundas interconexiones del sector financiero mundial dificultaron la valoración adecuada del riesgo de contrapartida y contribuyeron, aún más, al riesgo de que se diese una pérdida súbita de confianza. Estas interrelaciones además permitieron que estas debilidades cruzasen las fronteras nacionales y se propagasen por los distintos sectores de los mercados financieros a través de una serie de contrapartidas y de diversos canales.

En contraste con la creciente interacción financiera, que se estaba desarrollando, la regulación y la supervisión siguieron estando básicamente fragmentadas y, en su mayoría, siguieron teniendo un carácter microprudencial. Estas condiciones normativas llevaban implícita la noción de que la estabilidad financiera se componía,

de facto, de la suma de cada una de las contribuciones de las entidades de crédito individuales al conjunto del sistema. La consecuencia lógica de ello fue la imposibilidad de dar una respuesta efectiva al riesgo sistémico, es decir, el riesgo derivado no solo de la agregación de distintos fenómenos, sino también, y sobre todo, de su interacción. Lo que resultó ser un enfoque miope, centrado en el sector bancario regulado, incentivó aún más a las entidades a distribuir los riesgos dentro del sistema y hacia las entidades no reguladas, aumentando así la vulnerabilidad del sistema a las perturbaciones macroeconómicas.

A medida que la actual crisis financiera iba cobrando impulso, pronto se hizo evidente que los elementos de contagio y las externalidades sistémicas entre fronteras y sectores se estaban transformando en importantes fuentes de inestabilidad financiera a escala mundial. En su fase inicial, la crisis se propagó desde el mercado estadounidense de las hipotecas de alto riesgo a Europa a través de la exposición directa de las entidades de crédito europeas a dicho mercado⁵, culminando con la quiebra de Lehman Brothers y sus graves efectos posteriores. Algunas de las primeras respuestas que dieron los Gobiernos europeos a las dificultades iniciales de las entidades de crédito, en otoño de 2008, fueron la garantía de depósitos bancarios y el establecimiento de programas de recapitalización. En algunos Estados miembros, estas medidas tuvieron un alcance significativo y supusieron importantes obligaciones financieras. En algunos casos, la transferencia del riesgo de crédito real o contingente al Estado se realizó a una escala considerable y, en consecuencia, peligrosa. Así, con el tiempo, algunos emisores soberanos europeos se vieron afectados negativamente por un sector bancario necesitado de recapitalizaciones a gran escala, mientras las entidades de crédito seguían inmersas en una crisis de con-

³ Véase BCE (2009a) para un análisis de los incentivos en relación con los diversos actores que participan en la cadena de «originar para distribuir».

⁴ Véase, por ejemplo, ALLEN y GALE (2000) y BRUNNERMEIER y PEDERSEN (2009).

⁵ Véase, por ejemplo, REINHART y ROGOFF (2009) para un análisis de las primeras fases de la crisis financiera en el mercado estadounidense de las hipotecas de alto riesgo.

fianza, ya que los mercados tenían dificultades para diferenciar entre las heterogéneas condiciones financieras de las distintas entidades⁶.

Al mismo tiempo, algunos países de la zona del euro comenzaron a sufrir una pérdida de confianza de los mercados en la sostenibilidad de la deuda pública. El origen de esta desconfianza no solo estaba en pasivos contingentes vinculados al sector bancario en algunos países, sino también en la existencia de notables déficits presupuestarios causados por la desaceleración económica y —en algunos casos— elevadas ratios de deuda en relación con el PIB. Este deterioro fue particularmente notable en países en los cuales el crecimiento económico anterior a la crisis se había basado en un modelo insostenible y desequilibrado. En muchos de estos países, los Gobiernos tampoco habían aprovechado las condiciones favorables de los años de crecimiento para consolidar, suficientemente, sus finanzas públicas o solucionar problemas estructurales que afectaban negativamente a la competitividad de la economía. Poco después de que se detectasen los primeros problemas de información estadística incorrecta en Grecia, la falta de confianza se extendió a la deuda soberana de otros países periféricos y a otros segmentos de mercado a través de efectos de contagio y de externalidades, desencadenando pronunciados incrementos de los costes financieros de la deuda pública y de los precios de los seguros de riesgo de crédito (CDS, en sus siglas en inglés). Esta situación llevó a la introducción de programas conjuntos de la UE y el FMI no solo en Grecia en mayo de 2010, sino también en Irlanda seis meses después y en Portugal un año después.

⁶ Los efectos iniciales de los programas nacionales de rescate se analizan, entre otros, en BCE (2009b). La Comisión Europea y el BCE formularon orientaciones sobre las medidas nacionales de rescate en tres documentos publicados a finales de 2008 y principios de 2009. Las orientaciones del BCE destacaban la evaluación apropiada de los precios de las garantías y las recapitalizaciones, la necesidad de excluir los depósitos interbancarios del ámbito de aplicación de las garantías públicas y la igualdad de oportunidades entre los receptores y los no receptores de las ayudas, entre otras cuestiones. Véase BCE (2008b, c y 2009a).

A pesar de lo dramático de los acontecimientos, la desconfianza de los mercados y sus oscilaciones continuaron. En el verano de 2011 volvieron a deteriorarse las condiciones de estabilidad financiera en la zona del euro al generalizarse la pérdida de confianza a otros países. Los efectos materiales son visibles hoy en los intereses de la deuda pública y los precios de los CDS de aquellos países de la zona del euro que combinan una situación de deuda soberana débil, con unas perspectivas pobres de crecimiento económico y un sector bancario débil. Justificado o no, el fenómeno demuestra que el temor a fuertes efectos de contagio y la falta de confianza siguen reinando en los mercados. Esta situación no se circunscribe únicamente a la zona del euro: los mercados de renta variable de todo el mundo también se han caracterizado por una marcada volatilidad y profundos descensos de precios. La aversión al riesgo ha alcanzado nuevas cotas, y las autoridades siguen teniendo que superar grandes obstáculos para restablecer la confianza en medio de una crisis financiera que, entre tanto, se ha revelado como la peor desde la Segunda Guerra Mundial.

3. Las medidas adoptadas: el establecimiento de marcos macroprudenciales

Aunque está claro que el estallido de la crisis financiera constituye, en su conjunto, una experiencia negativa, también es cierto que ésta ha contribuido a un reconocimiento de que hay que hacer más en términos de seguimiento del riesgo sistémico y reforzamiento de la supervisión macroprudencial. La labor realizada por las autoridades en la dimensión macrofinanciera ha sido amplia. La respuesta se ha centrado en una perspectiva sistémica reforzada de la regulación y la supervisión, que no olvida las interacciones que existen dentro del sistema financiero y la relación de estas con la economía real.

Este cambio ha traspasado fronteras: a escala mundial se ha introducido un conjunto más completo de instrumentos de política con el establecimiento de nuevas instituciones macroprudenciales en las principales eco-

nomías avanzadas. El nuevo marco normativo introduce herramientas macroprudenciales como los colchones de capital anticíclicos, que se implantarán de forma gradual como parte de Basilea III y se activarán en períodos de crecimiento excesivo del crédito⁷. Asimismo, se ha avanzado considerablemente, bajo los auspicios del Grupo de los Veinte (G20), en el perfeccionamiento del marco prudencial para las instituciones financieras de importancia sistémica, también conocidas como SIFI (por sus siglas en inglés). El objetivo de estas iniciativas es reducir la probabilidad de quiebra o la necesidad de intervenir estas instituciones con dinero público. Para ello los esfuerzos se centran en exigirles niveles adicionales de capital a las entidades, intensificar su supervisión e introducir un marco sólido de gestión y resolución de crisis en caso de insolvencia⁸. Desde la perspectiva del riesgo sistémico es importante resaltar que el marco de las SIFI se ampliará a todas las entidades pertinentes, incluidas las infraestructuras del mercado financiero, las aseguradoras y otras instituciones financieras no bancarias, una vez que se haya adquirido una mayor experiencia a partir del sector bancario.

Además de las herramientas normativas, el reforzamiento de la supervisión macroprudencial constituye un componente esencial de la actual reforma de los mercados financieros. En el caso concreto de Europa, a principios de este año se creó la Junta Europea de Riesgo Sistémico (JERS), responsable de la supervisión macroprudencial del sistema financiero de la Unión Europea. Las funciones primordiales de la JERS son el seguimiento del sistema financiero de la UE en su conjunto, la detección de fuentes de riesgo sistémico, y la emisión de alertas de riesgo y recomendaciones correctoras⁹. En su primer año

de actividad se ha creado el marco institucional de la JERS¹⁰, lo que ha permitido avanzar rápidamente en el debate sobre cuestiones sustanciales, poco después del establecimiento de esta nueva institución. Por ejemplo, en su última reunión, entre otras cosas, la JERS instó a todas las autoridades a actuar de forma enérgica y rápida para aplicar las medidas acordadas en julio por los Jefes de Estado y de Gobierno de la zona del euro¹¹. Asimismo, se sigue trabajando sobre los riesgos derivados de la concesión de préstamos en moneda extranjera y de la comercialización de productos complejos a inversores minoristas. En cuestiones más a medio plazo, la JERS ha decidido responder a las consultas iniciadas por la Autoridad Europea de Valores y Mercados, en relación con productos negociados en bolsa y transacciones de alta frecuencia con la intención de aportar una perspectiva macroprudencial.

La creación de la JERS puede constituir un importante complemento a la orientación de «remar contra el viento» inherente a la estrategia de dos pilares de la política monetaria del BCE. La crisis financiera ha demostrado que, aunque la estabilidad de precios es una condición necesaria para la estabilidad financiera, ésta no es suficiente para evitar los desequilibrios financieros. En particular, el pilar del análisis monetario del BCE implica que la política monetaria reacciona a los riesgos para la estabilidad de precios, a medio y largo plazos, derivados de la creación excesiva de dinero y de crédito. La historia económica demuestra que las burbujas de los precios de los activos suponen la peor amenaza para la estabilidad de precios y la estabilidad financiera cuando estas están acompañadas y alimentadas por un crecimiento excesivo de dinero

⁷ BCBS (2010).

⁸ Véase BCBS (2011) para una propuesta de criterios de identificación y magnitud de las necesidades adicionales de capital. La Junta de Estabilidad Financiera ha emitido, en paralelo, un documento de consulta sobre un marco efectivo de resolución para las instituciones financieras (JEF, 2011).

⁹ Véase el Reglamento n.º 1092/2010 de 24 de noviembre de 2010, relativo a la supervisión macroprudencial del sistema financiero en la

Unión Europea y por el que se crea una Junta Europea de Riesgo Sistémico, Diario Oficial de la Unión Europea (15 de diciembre), L 331/1-11.

¹⁰ El marco comprende los Comités Consultivos Científico y Técnico y el Comité Director, que prepara las reuniones de la JERS con antelación. En el sitio *web* de la JERS puede encontrarse más información sobre sus actividades: <http://www.esrb.europa.eu>.

¹¹ Véase la nota de prensa de 21 de septiembre de 2011: <http://www.esrb.europa.eu/news/pr/2011/html/pr110921.en.html>.

y de crédito. Ser capaces de moderar este dinamismo es como la política monetaria mejor puede velar por el mantenimiento de la estabilidad de precios y, por consiguiente, contribuir a contrarrestar la acumulación de desequilibrios financieros¹². Por tanto, el enfoque de «remar contra el viento» de la política monetaria y las actuaciones de la JERS para controlar el riesgo sistémico pueden ser complementarios.

A lo largo de la crisis, el BCE ha prestado un apoyo crucial a los mercados financieros con la intención de garantizar la estabilidad de precios y restablecer el mecanismo de transmisión de la política monetaria. Las medidas no convencionales adoptadas por el BCE tienen el objetivo de superar las dificultades en el proceso de transmisión reflejadas en las condiciones de mercado, y han contribuido a la estabilidad financiera. Las medidas no convencionales del BCE estaban dirigidas, en primer lugar, a apoyar las condiciones de liquidez y financiación de las instituciones financieras, impulsando, por tanto, la provisión de crédito al sector privado, y, en segundo lugar, a limitar el contagio y las externalidades en los mercados financieros. El BCE introdujo operaciones de inyección de liquidez a tipo de interés fijo con adjudicación plena, aceptando así todas las pujas recibidas. Además, se amplió el plazo de vencimiento de las operaciones. Asimismo, el BCE puso en marcha el Programa para los Mercados de Valores (SMP, en sus siglas en inglés) en mayo de 2010, para intervenir en mercados secundarios de deuda disfuncionales con el objetivo de garantizar la transmisión fluida de la política monetaria. Conjuntamente con otras medidas adicionales adoptadas por el BCE —como los programas de compra de cédulas (CBPP, en sus siglas en inglés) y la extensión de la lista de activos admisibles como garantías en sus operaciones— las actuaciones del BCE han evitado el colapso de los mercados financieros en

el momento más agudo de la crisis y han realizado una notable contribución al posterior restablecimiento de condiciones más normales¹³.

Además de la respuesta a corto plazo y de carácter temporal a la crisis, la creación de un nuevo marco macroprudencial requiere un conjunto más poderoso de instrumentos dentro del BCE, entre los que se incluyen: la obtención de mayor información sobre el seguimiento efectivo de la estabilidad financiera, la evaluación de los vínculos macrofinancieros y, de forma más general, la precisión del análisis del riesgo sistémico. Este enfoque no se debe limitar solo a las entidades de crédito, sino que es necesario también comprender mejor el riesgo sistémico derivado de un conjunto mucho más amplio de actores, mercados y actividades distintos del sistema bancario tradicional y regulado. En este sentido también es importante detectar la posible existencia de lagunas de datos. El BCE ha afinado el enfoque de su análisis de la estabilidad financiera y ampliado esta función, en parte para cumplir su cometido como la institución que debe proporcionar apoyo analítico, estadístico, administrativo y logístico a la recién creada JERS¹⁴. Dicho apoyo consiste, fundamentalmente, en contribuciones regulares a la JERS en relación con las principales vulnerabilidades sistémicas en la UE. Este análisis sirve para complementar el material ya existente sobre los riesgos sistémicos para la zona del euro, como las publicaciones periódicas del BCE en el ámbito de la estabilidad financiera, entre las que destaca la *ECB Financial Stability Review* que tiene una periodicidad semestral.

¹² Véase, por ejemplo, BCE (2005). DETKEN *et al.* (2010) presentan una visión general reciente sobre este asunto.

¹³ Véase, por ejemplo, la nota de prensa del BCE de 10 de mayo de 2010, sobre el Programa para los Mercados de Valores y las de 3 de mayo de 2010 y 7 de julio de 2011, sobre las medidas relacionadas con los activos de garantía en los países con programas de ayuda.

¹⁴ Véase el Reglamento n.º 1096/2010 del Consejo por el que se encomienda al Banco Central Europeo una serie de tareas específicas relacionadas con el funcionamiento de la Junta Europea de Riesgo Sistémico, Diario Oficial de la Unión Europea (15 de diciembre), L331/162-164.

4. El futuro

La crisis ha dejado muchas cicatrices en la zona del euro, al igual que en otras economías avanzadas, que se curarán con el tiempo y las políticas adecuadas. Los cambios por los que están atravesando los mercados financieros y su marco regulatorio tendrán consecuencias fundamentales para el futuro. La política y el análisis en materia de estabilidad financiera han tenido en cuenta los cambios acontecidos y han transformado las lecciones aprendidas en un marco de supervisión macroprudencial más sólido. Por su parte, el BCE continuará realizando un seguimiento de la estabilidad financiera, prestando especial atención al riesgo sistémico en la zona del euro.

En términos de las medidas adoptadas, las autoridades de todo el mundo han logrado —y continúan sus esfuerzos— avances considerables. Se ha efectuado una transformación sustancial del marco normativo y de supervisión. Además, se han alcanzado acuerdos importantes a nivel político en materia de consolidación fiscal y de mecanismos paneuropeos de estabilización financiera.

En estos momentos, en un contexto de continua incertidumbre en los mercados financieros, es sumamente importante recobrar la confianza de los mercados, lo que puede lograrse con la aplicación rápida y rigurosa de los acuerdos alcanzados. Por lo que respecta a las entidades de crédito, resulta esencial mejorar la transparencia sobre los activos bancarios y las interconexiones entre los distintos mercados. En este sentido, la aplicación de la reforma normativa aportará notables beneficios, aunque un mayor protagonismo del sector privado, en términos de divulgación de información, puede constituir además un elemento importante. En el caso de los Estados miembros pertenecientes a la zona del euro, resulta absolutamente necesario, para mejorar la estabilidad financiera y el crecimiento, que se mantenga la cohesión política, la consolidación fiscal y el estricto cumplimiento de los objetivos establecidos en el caso de países sujetos a los programas de la UE y el FMI.

A largo plazo, la zona del euro debe aprovechar al máximo los numerosos beneficios financieros y comerciales de la unión monetaria, pero ello requiere, como precondition, estar a la altura de los retos que implica la existencia de mercados financieros altamente integrados. La estabilidad financiera de la zona del euro hace imprescindible un fuerte enfoque sistémico, incluida la constatación de que es necesario seguir desarrollando la integración económica de la zona del euro. Para lograr este objetivo se requiere una gobernanza reforzada tanto en términos de políticas fiscales como económicas, a fin de evitar la reaparición de graves desequilibrios como los acumulados en el pasado y su infausto legado. Esto supone no solo un cumplimiento estricto de los objetivos presupuestarios y la vigilancia mutua de su aplicación por parte de los Estados miembros de la zona del euro, sino también la mejora de la supervisión macroeconómica y financiera. La nueva gobernanza económica debe hacer posible emprender reformas estructurales y formular políticas macroeconómicas sólidas, a fin de alcanzar mayores niveles de crecimiento a largo plazo en los distintos países y en el conjunto de la zona del euro, así como completar el mercado único europeo para todos los sectores de la economía. Sólo sobre estas bases podremos aspirar a establecer un círculo virtuoso entre estabilidad financiera, estabilidad macroeconómica y crecimiento sostenido.

Referencias bibliográficas

- [1] ALLEN, F. y GALE, D. (2000): «Financial Contagion», *Journal of Political Economy*, volumen 108, número 1 (febrero), páginas 1-33.
- [2] BANCO CENTRAL EUROPEO (BCE 2004): *Financial Stability Review*, diciembre, Fráncfort del Meno.
- [3] BANCO CENTRAL EUROPEO (BCE 2005): «Burbujas del precio de los activos y política monetaria», *Boletín Mensual*, abril, páginas 51-65.
- [4] BANCO CENTRAL EUROPEO (BCE 2008a): *Financial Integration in Europe*, abril, Fráncfort del Meno.
- [5] BANCO CENTRAL EUROPEO (BCE 2008b): *Recommendations of the Governing Council of the European Central Bank on Government Guarantees for Bank Debt*, 20 de octubre, disponible en <http://www.ecb.europa.eu>.

[6] BANCO CENTRAL EUROPEO (BCE 2008c): *Recommendations of the Governing Council of the European Central Bank on the Pricing of Recapitalisations*, 20 de noviembre, disponible en <http://www.ecb.europa.eu>.

[7] BANCO CENTRAL EUROPEO (BCE 2009a): *The Incentive Structure of the "Originate-and-distribute" Model*, diciembre, Fráncfort del Meno.

[8] BANCO CENTRAL EUROPEO (BCE 2009b): *Credit Default Swaps and Counterparty Risk*, agosto, Fráncfort del Meno.

[9] BANCO CENTRAL EUROPEO (BCE 2009c): *Guiding Principles for Bank Asset Support Schemes*, 25 de febrero, disponible en <http://www.ecb.europa.eu>.

[10] BRUNNERMEIER, M. K. y PEDERSEN, L. H. (2009): «Market Liquidity and Funding Liquidity», *Review of Financial Studies*, v. 22 número 6, páginas 2201-2238.

[11] COMITÉ DE SUPERVISIÓN BANCARIA DE BASILEA (BCBS 2010): *Basel III: A Global Regulatory Framework for More Resilient Banks and Banking Systems*, Banco de Pagos Internacionales, diciembre (revisión de junio de 2011), Basilea.

[12] COMITÉ DE SUPERVISIÓN BANCARIA DE BASILEA (BCBS 2011): *Global Systemically Important Banks: Assessment Methodology and the Additional loss Absorbency Requirement*, Documento de consulta, julio, disponible en <http://www.bis.org>.

[13] DETKEN, C.; GERDESMEIER, D. y ROFFIA, B. (2010): «Interlinkages Between Money, Credit and Asset Prices and their Implications for Consumer Price Inflation: Recent Empirical Work», en L. D. PAPADEMOS y J. STARK (eds.), *Enhancing Monetary Analysis*, Banco Central Europeo, Fráncfort del Meno, páginas 307-353.

[14] JUNTA DE ESTABILIDAD FINANCIERA (JEF 2011): *Effective Resolution of Systemically Important Financial Institutions - Recommendations and Timelines*, Documento de consulta, 19 de julio, disponible en <http://www.financialstabilityboard.org>.

[15] REINHART, C. M. y ROGOFF, K. S. (2009): *Esta vez es distinto: ocho siglos de necesidad financiera*, Fondo de Cultura Económica, Madrid.