

Artículos

1 Evolución de las prácticas de rendición de cuentas del BCE durante la crisis

Nicolò Fraccaroli, Alessandro Giovannini y Jean-François Jamet

En este artículo se analiza la evolución de las prácticas de rendición de cuentas del BCE durante la crisis financiera. Tras describir los retos derivados de la crisis y los cambios resultantes de la atribución de nuevas funciones de supervisión al BCE, se proporciona evidencia sobre cómo se ha concretado la rendición de cuentas de la institución en el contexto de su relación con el Parlamento Europeo, en consonancia con el papel clave de este último establecido en los Tratados. Basándose en el marco de rendición de cuentas recogido en el Derecho primario, el BCE y el Parlamento Europeo han aumentado la frecuencia con la que interactúan, han adoptado nuevas formas de interacción y han delimitado más claramente los temas abordados en sus intercambios, lo que ha facilitado un escrutinio más riguroso de las políticas del BCE. Esto ha brindado al BCE más oportunidades para explicar sus decisiones y demostrar que actúa con arreglo a su mandato democrático, pilar fundamental de su legitimidad.

1 Introducción

La crisis financiera que comenzó en 2007-2008 planteó varios retos para los bancos centrales de todas las economías avanzadas. Para cumplir sus mandatos durante la crisis, los bancos centrales adoptaron una serie de medidas de política monetaria recurriendo tanto al conjunto de herramientas convencionales como a otras no convencionales, y en algunos casos también asumieron nuevas responsabilidades. Como resultado, estas instituciones han sido objeto de especial atención y escrutinio, en línea con la necesidad de que las autoridades independientes rindan cuentas ante los órganos democráticamente elegidos. Sin embargo, la variedad y el carácter novedoso de las medidas de los bancos centrales pusieron a prueba los mecanismos de rendición de cuentas existentes, dado que las medidas dificultaron el seguimiento y el escrutinio de la política monetaria.

El BCE no fue una excepción, y la evolución de su papel durante la crisis fue acompañada de una evolución acorde de sus prácticas de rendición de cuentas. Al igual que otros bancos centrales, el BCE adoptó diversas medidas de política monetaria para preservar la estabilidad de precios, lo que contribuyó a la

recuperación económica de la zona del euro³⁴. No obstante, el BCE tuvo que actuar en el entorno institucional único que es la zona del euro, en el que, durante la crisis, la integridad de la unión monetaria se puso en entredicho y la fragmentación financiera dificultó la transmisión de la política monetaria. En este contexto se enmarca la declaración de julio de 2012 del presidente del BCE, Mario Draghi, en la que afirmó que, de acuerdo con su mandato, el BCE haría todo lo que fuese necesario para preservar el euro³⁵. Asimismo, el BCE asumió nuevas funciones como supervisor micro y macroprudencial, y se le pidió que brindara asesoramiento en programas de asistencia financiera junto con el Fondo Monetario Internacional y la Comisión Europea. A pesar de que se crearon mecanismos de rendición de cuentas específicos para sus nuevas funciones de supervisión bancaria, dado que el marco del Tratado que regula la rendición de cuentas no se modificó, en algunos ámbitos la percepción era que la rendición de cuentas por parte del BCE no se había adaptado al nuevo entorno³⁶. En este artículo se defiende que este hecho de centrarse en el *marco* formal de rendición de cuentas hace que no se aprecien las *prácticas* seguidas por el BCE en este ámbito durante la crisis.

El fortalecimiento de la rendición de cuentas del BCE ha sido especialmente ostensible en su relación con el Parlamento Europeo, en consonancia con el papel clave de este último establecido en los Tratados.

El BCE está sujeto al escrutinio de los ciudadanos europeos y, tal como se subraya en un artículo del Boletín Mensual del BCE de 2002³⁷, los Tratados asignan al Parlamento Europeo —como órgano representativo de la ciudadanía de la UE— un papel central en la exigencia de rendición de cuentas al BCE. A partir de las disposiciones del Derecho primario, antes de la crisis ya se habían establecido detalladas prácticas de rendición de cuentas, por lo que no debería sorprender que el Parlamento Europeo fuera el foro principal y natural para canalizar la exigencia de una mayor rendición de cuentas al BCE durante la crisis. Aunque otras instituciones, agentes y canales de comunicación de la UE también tienen un papel destacado, este artículo se centra en la relación activa del BCE con el Parlamento Europeo.

Las prácticas de rendición de cuentas del BCE han evolucionado para responder a las nuevas exigencias.

Tras explicar el concepto de rendición de cuentas y el marco establecido en los Tratados para exigir que el BCE rinda cuentas por sus actuaciones (sección 2), en este artículo se analiza el aumento de los retos

³⁴ Para obtener una visión general del uso de los instrumentos de política monetaria y del marco operativo del Eurosistema desde la crisis, véanse I. Álvarez *et al.*, «[The use of the Eurosystem's monetary policy instruments and operational framework since 2012](#)», *Occasional Paper Series*, n.º 188, BCE, mayo de 2017, y el documento del grupo de trabajo (Task Force) sobre el uso de instrumentos de política monetaria, «[The use of the Eurosystem's monetary policy instruments and its monetary policy implementation framework Q2 2016 – Q4 2017](#)», *Occasional Paper Series*, n.º 209, BCE, abril 2018.

³⁵ Véase M. Draghi, «[Verbatim of the remarks made by Mario Draghi](#)», discurso pronunciado en la conferencia Global Investment Conference, Londres, 26 de julio de 2012.

³⁶ Sin embargo, se ha de señalar que los mecanismos de rendición de cuentas establecidos en la arquitectura de la Unión Económica y Monetaria (UEM) ya habían sido objeto de análisis crítico por parte de la comunidad académica antes de la crisis. Véase, por ejemplo, F. Amtenbrink, «[On the Legitimacy and Democratic Accountability of the European Central Bank: Legal Arrangements and Practical Experience](#)», en A. Arnulf y D. Wincott, (eds.), *Accountability and Legitimacy in the European Union*, Oxford University Press, 2002, pp. 147-163.

³⁷ Véase el artículo titulado «[La rendición de cuentas del BCE](#)», Boletín Mensual, BCE, noviembre de 2002.

y de la sensibilización de los ciudadanos resultante de la crisis (sección 3). Aunque el artículo se centra en la rendición de cuentas relacionada con las funciones de banca central, en el recuadro 1 de la sección 3 se examina el marco específico de rendición de cuentas de la función de supervisión bancaria. En la sección 4 se presenta nueva evidencia cuantitativa y cualitativa de cómo se intensificó y evolucionó la interacción del BCE con el Parlamento Europeo durante la crisis en términos de frecuencia, modalidades y cuestiones tratadas. Este análisis se acompaña de más información sobre la evolución y la intensidad de las comparecencias ante la Comisión de Asuntos Económicos y Monetarios (ECON) del Parlamento Europeo a través de un análisis de textos en el recuadro 2. Por último, en la sección 5 se resumen los principales temas tratados en el artículo y se concluye con las perspectivas sobre el futuro de la rendición de cuentas del BCE.

5 Conclusiones

En este artículo se ha presentado evidencia cuantitativa y cualitativa sobre la evolución de las prácticas de rendición de cuentas del BCE en respuesta a la exigencia de un escrutinio más riguroso a raíz de la crisis. Aunque las disposiciones en materia de rendición de cuentas del Tratado no se han modificado, sí se ha creado un nuevo marco para tener en cuenta las nuevas funciones de supervisión encomendadas al BCE. Además, dentro del marco existente, el BCE y el Parlamento Europeo han aumentado la frecuencia con la que interactúan, han adoptado nuevas formas de interacción y han delimitado más claramente los temas abordados en sus intercambios en respuesta a la demanda de un mayor escrutinio de las actuaciones del BCE. Por un lado, esto se ha traducido en un mejor uso por parte del Parlamento Europeo de los mecanismos de rendición de cuentas disponibles. Por otro, el BCE también tiene interés en reforzar sus prácticas de rendición de cuentas ante el Parlamento Europeo como parte del esfuerzo por explicar sus políticas en un entorno más complejo.

El esfuerzo conjunto de ambas instituciones permitió garantizar un alto grado de rendición de cuentas del banco central durante toda la crisis. El marco preexistente facilitó un mayor escrutinio y así quedó probada su solidez. El BCE pudo explicar y demostrar que actuaba con arreglo a su mandato democrático, que es un pilar fundamental de su legitimidad.

Pese a la evolución de las prácticas de rendición de cuentas del BCE, sigue siendo elevada la demanda de mayor escrutinio por parte de los ciudadanos. Según datos del Eurobarómetro³⁸, el conocimiento del BCE por parte del público continúa aumentando, mientras que la confianza en la institución se ha ido recuperando paulatinamente desde 2014. Aunque el fomento de un mayor conocimiento entre los ciudadanos de las interrelaciones económicas y financieras

³⁸ Según la última encuesta del Eurobarómetro (noviembre de 2017), el 39 % de los encuestados en la zona del euro tendía a confiar en el BCE (el mayor nivel desde otoño de 2011) y el 47 % tendía a no confiar (el resto «no sabe/no contesta»).

les ayuda a entender mejor las políticas del BCE³⁹, la rendición de cuentas sigue siendo indispensable para la institución como medio para explicar sus actuaciones a la ciudadanía y contribuir así a generar confianza, lo que en sí mismo es un pilar esencial de la independencia del banco central.

[Si desea leer el artículo completo en su versión en inglés, haga clic aquí.](#)

³⁹ Véase B. Cœuré, «[Independence and accountability in a changing world](#)», discurso pronunciado con motivo de la presentación del informe de Transparencia Internacional UE titulado «Two sides of the same coin? Independence and accountability of the European Central Bank», Bruselas, 28 de marzo de 2017.

2 Medición de la fragmentación del mercado interbancario a un día sin garantía de la zona del euro desde la perspectiva de la transmisión de la política monetaria

Jens Eisenschmidt, Danielle Kedan y Robin Tietz

El mercado monetario a un día desempeña un importante papel en la aplicación y la transmisión de la política monetaria en la zona del euro. La fragmentación del mercado monetario es una señal de disfunciones en el mecanismo de transmisión que hace aconsejable realizar un estrecho seguimiento de un conjunto de indicadores adecuados. En este artículo se consideran los conceptos de fragmentación y su medición, y se propone una nueva medida de la fragmentación desde la perspectiva de la transmisión de la política monetaria.

1 Introducción

El mercado monetario a un día es el punto de partida del mecanismo de transmisión de la política monetaria. Las expectativas sobre la senda que seguirán los tipos de interés oficiales del BCE anclan la trayectoria esperada de los tipos a un día. A su vez, estos tipos se utilizan como anclaje de toda la curva de rendimientos, ya que los tipos a largo plazo más relevantes para la actividad económica son una función de las expectativas de los tipos a un día en el futuro más las primas de riesgo. Por lo tanto, un mercado monetario a un día no fragmentado que funcione correctamente es importante para la transmisión de la política monetaria.

El segmento interbancario a un día sin garantía es especialmente importante porque la formación de precios en este mercado posiblemente presente el vínculo más estrecho con la política monetaria. El segmento de operaciones sin garantía sigue teniendo gran relevancia para la aplicación y la transmisión de la política monetaria, pese al desplazamiento secular que ha experimentado la actividad en los mercados monetarios de la zona del euro en favor de las operaciones con garantía⁴⁰. En este segmento, los precios reflejan la evolución de la oferta y de la demanda de reservas del banco central. Por sí misma, la formación de precios está determinada principalmente por la liquidez y depende de factores que están bajo el control directo del banco central: i) los tipos de interés oficiales, y ii) el volumen de reservas que proporciona el banco central. En cambio, la demanda de reservas del banco central no necesariamente es el factor determinante en la formación de precios en el mercado monetario de operaciones con garantía. En la mayoría de las operaciones *repo*, los precios vienen determinados por la oferta y la demanda de activos de garantía. Aunque la política monetaria puede influir en el

⁴⁰ Para un análisis más detallado de la disminución de la actividad en el mercado monetario sin garantía, véanse «Euro money market study 2014», BCE, abril de 2014, y «Financial integration in Europe», BCE, mayo de 2018, p. 135.

mercado a efectos de los activos de garantía⁴¹, factores exógenos, como la regulación⁴², también son importantes.

La fragmentación es una señal de disfunciones en la transmisión inicial de la política monetaria, lo que puede reducir su eficacia para influir en las condiciones generales de concesión de crédito a los hogares y las empresas.

Los primeros indicios de tensiones en los mercados durante la crisis financiera se hicieron evidentes en el segmento interbancario sin garantía. Por consiguiente, el BCE —al igual que otros bancos centrales— realizó un estrecho seguimiento de la evolución de los mercados de financiación interbancaria a lo largo de la crisis, como quedó patente en publicaciones oficiales, en discursos y en las reseñas de las reuniones de política monetaria⁴³. Para afrontar las disfunciones detectadas en el mercado interbancario, el BCE introdujo diversas medidas, como los procedimientos de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena, operaciones de financiación a plazo más largo adicionales y líneas *swap* temporales de provisión de liquidez con otros bancos centrales.

A raíz de la crisis financiera, aumentaron los trabajos de investigación académica sobre los mercados interbancarios para mejorar el conocimiento de su estructura y su funcionamiento, así como las causas y el grado de tensión y fragmentación de estos mercados.

Por ejemplo, Heider *et al.* desarrollan un modelo de financiación en el mercado interbancario con riesgo de contraparte y analizan cómo la información privada sobre los riesgos de que disponen las entidades de crédito afecta a las operaciones de liquidez y a la determinación del precio de la liquidez en este segmento del mercado⁴⁴. Eisenschmidt y Tapking muestran que la inquietud acerca del acceso al mercado en el futuro puede hacer que las entidades incrementen los tipos de interés a corto plazo aplicados a los préstamos o prescindan totalmente del crédito interbancario⁴⁵. Cocco *et al.* y Bräuning y Fecht llegan a la conclusión de que las relaciones crediticias son un importante factor determinante de la disponibilidad de financiación y del tipo de interés al que las entidades de crédito pueden obtener financiación en

⁴¹ Esto puede suceder por canales tanto indirectos (por ejemplo, a través del sistema de activos de garantía del banco central) como directos (por ejemplo, a través de programas de compra de activos del banco central).

⁴² Para un análisis más detallado de los posibles efectos de la regulación en los mercados monetarios con garantía, véase M. Grill, J. Jakovicka, C. Lambert, P. Nicoloso, L. Steininger y M. Wedow, «Recent developments in euro repo markets, regulatory reforms and their impact on repo market functioning», *Financial Stability Review*, BCE, noviembre de 2017, pp. 158-171.

⁴³ Véanse, por ejemplo, «Consecuencias de las tensiones observadas en el mercado monetario en el proceso de transmisión de los tipos de interés aplicados por las IFM», *Boletín Mensual*, recuadro 5, BCE, diciembre de 2008, pp. 47-62; «Restarting a Market: The Case of the Interbank Market», discurso pronunciado por Lorenzo Bini Smaghi, 1 de diciembre de 2008; C. Jackson y M. Sim, «Recent Developments in the Sterling Overnight Money Market», *Quarterly Bulletin*, Bank of England, III TR 2013, pp. 223-232; «Stress in Bank Funding Markets and Implications for Monetary Policy», *Global Financial Stability Report*, capítulo 2, FMI, octubre de 2008.

⁴⁴ F. Heider, M. Hoerova y C. Holthausen, «Liquidity hoarding and interbank market rates: The role of counterparty risk», *Journal of Financial Economics*, vol. 118, número 2, 2015, pp. 336-354.

⁴⁵ J. Eisenschmidt y J. Tapking, «Liquidity risk premia in unsecured interbank money markets», *Working Paper Series*, n.º 1025, BCE, marzo de 2009.

el mercado interbancario⁴⁶. Frutos *et al.* examinan las tensiones en el mercado interbancario europeo utilizando datos de sistemas de pago, y consideran que el mayor riesgo de contraparte de los prestatarios de países que no constituyen el núcleo de la zona del euro se tradujo en una disminución de los préstamos concedidos por las entidades de crédito de los países del núcleo de la zona⁴⁷. García de Andoain *et al.* y Mayordomo *et al.* elaboran indicadores de la fragmentación del mercado interbancario basándose en los diferenciales de tipos de interés⁴⁸.

Este artículo contribuye a la literatura sobre la medición de la fragmentación desde la perspectiva de la transmisión de la política monetaria. En la sección 2 se consideran los conceptos de fragmentación y se describen algunas de las medidas existentes. En la sección 3 se explica cómo se puede construir un indicador de fragmentación basado en las operaciones en el mercado monetario a un día sin garantía, y en la sección 4 se analizan las propiedades del nuevo indicador comparándolo con indicadores ya disponibles.

[Si desea leer el artículo completo en su versión en inglés, haga clic aquí.](#)

⁴⁶ J. F. Cocco, F. J. Gomes y N. C. Martins, «Lending relationships in the interbank market», *Journal of Financial Intermediation*, vol. 18, número 1, 2009, pp. 24-48, y F. Bräuning y F. Fecht, «Relationship Lending in the Interbank Market and the Price of Liquidity», *Review of Finance*, vol. 21, número 1, 2017, pp. 33-75.

⁴⁷ J. C. Frutos, C. García de Andoain, F. Heider y P. Papsdorf, «Stressed interbank markets: evidence from the European financial and sovereign debt crisis», *Working Paper Series*, n.º 1925, BCE, junio de 2016.

⁴⁸ C. García de Andoain, P. Hoffman y S. Manganeli, «Fragmentation in the euro overnight unsecured money market», *Economic Letters*, vol. 125, número 2, 2014, pp. 298-302, y S. Mayordomo, M. Abascal, T. Alonso y M. Rodríguez-Moreno, «Fragmentation in the European interbank market: Measures, determinants, and policy solutions», *Journal of Financial Stability*, vol. 16, 2015, pp. 1-12.

3 El consumo privado y sus determinantes en la expansión económica actual

Maarten Dossche, Magnus Forsells, Luca Rossi y Grigor Stoevsky

En este artículo se documenta el papel clave que ha desempeñado el consumo privado en el crecimiento reciente del producto (2013-2018), y se plantea cuánto tiempo puede continuar la expansión actual del consumo y si es autosostenida. A tal fin, el artículo trata de determinar la importancia relativa de los diferentes factores impulsores del consumo, como la recuperación del mercado de trabajo, la orientación acomodaticia de la política monetaria, la caída de los precios del crudo en 2014-2015, el incremento de los precios de los activos, la relajación de las condiciones crediticias y los procesos de desapalancamiento. Habida cuenta de que el retroceso que experimentó el consumo entre 2008 y 2013 fue muy heterogéneo en los distintos países, este artículo también arroja luz sobre hasta qué punto la expansión actual ha dado lugar realmente a un aumento neto del consumo en la última década, lo que es relevante porque el consumo privado es asimismo uno de los principales indicadores del bienestar económico de los hogares.

Aunque el crecimiento del consumo ha sido reducido si se compara con períodos de expansión anteriores, desde 2013 ha superado las expectativas iniciales. El avance ha estado impulsado principalmente por la recuperación del mercado de trabajo, pese a que, en algunos países y en determinados colectivos de trabajadores, el desempleo se mantiene en niveles más elevados que antes de 2008. De cara al futuro, a medida que los mercados laborales sigan mejorando, el consumo privado debería continuar creciendo en todos los países y colectivos. A través de su impacto en el mercado de trabajo, la orientación acomodaticia de la política monetaria del BCE está contribuyendo no solo a incrementar el consumo privado, sino también a reducir la desigualdad. Asimismo, existe poca evidencia de que los bajos tipos de interés hayan provocado un aumento generalizado del endeudamiento de los hogares, lo que respalda la sostenibilidad de la expansión económica general.

1 Introducción

El consumo privado de la zona del euro ha desempeñado un papel destacado en la expansión económica actual desde su inicio en 2013. En algunos países de la zona, el avance inicial del consumo privado fue incluso más intenso que el de la inversión, que suele ser el componente de la demanda que más rápido crece durante una expansión económica. Transcurridos cinco años desde el comienzo de la fase expansiva en curso, la pregunta es cuánto tiempo puede continuar avanzando el consumo al ritmo actual. Así pues, para analizar las perspectivas económicas de la zona del euro en la actualidad es esencial identificar los factores determinantes del aumento reciente del consumo privado.

El enfoque analítico adoptado en este artículo se ha visto influido por las lecciones extraídas de la crisis financiera. Desde hace tiempo se reconoce que determinados aspectos de los datos no son acordes con la teoría del ciclo vital/renta

permanente, que sugiere que el consumo privado no debería reaccionar a variaciones transitorias de la renta⁴⁹. Esto ha generado varias extensiones de la teoría del consumo (en las que se incluyen la incertidumbre sobre la renta y las restricciones de liquidez) que subrayan la importancia de las características de cada hogar⁵⁰, importancia que volvió a hacerse patente en la evolución económica registrada durante y después de la Gran Recesión. Por tanto, en este artículo se presenta evidencia sobre los determinantes del consumo privado desde una perspectiva agregada y desagregada, incluida su interacción con la desigualdad de la renta y de la riqueza. Además, el entorno macroeconómico de cada país ha influido notablemente en la dinámica del consumo privado en los distintos países de la zona del euro, en particular a través de las condiciones de los mercados de trabajo y de la vivienda. Así pues, cuando corresponde, la dimensión nacional se analiza en mayor profundidad.

Este artículo se estructura como sigue. En la sección 2 se analiza la fortaleza del crecimiento del consumo en la expansión actual, desde una perspectiva histórica y en distintos países y categorías de consumo. En la sección 3 se examinan los determinantes de la renta real de los hogares, y en la sección 4, la evolución de la riqueza y el endeudamiento de este sector. Por último, en la sección 5 se presentan las conclusiones y se consideran las perspectivas de crecimiento del consumo. En el recuadro 1 se ofrece evidencia más detallada sobre la importancia de los efectos renta y riqueza para el consumo privado de la zona del euro, y en el recuadro 2 se examina la interacción entre la política monetaria, la desigualdad de los hogares y el consumo privado.

5 Conclusiones

El consumo privado ha sido un determinante fundamental de la reciente expansión económica, pero todavía existe margen para un mayor crecimiento.

En la zona del euro, el consumo privado se ha recuperado claramente de las pérdidas sufridas durante la crisis financiera. Aunque su crecimiento ha sido reducido en relación con el observado en expansiones anteriores, desde 2013 ha superado las expectativas iniciales. Este avance ha estado impulsado principalmente por la recuperación del mercado de trabajo, pese a que, en algunos países y en determinados colectivos de trabajadores, el desempleo permanece en niveles más altos que antes de la crisis financiera. De cara al futuro, a medida que los mercados laborales continúen mejorando, la confianza de los consumidores debería mantenerse en cotas elevadas y el consumo privado debería continuar aumentando (véase gráfico 21).

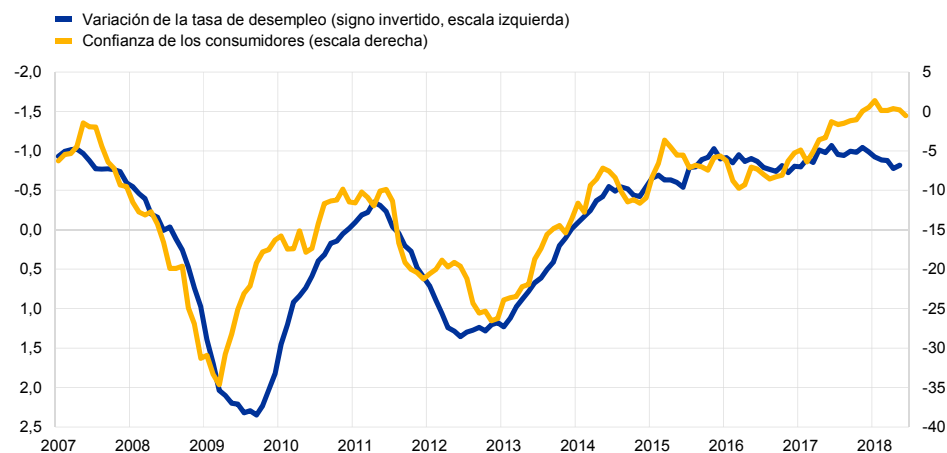
⁴⁹ Véanse M. Friedman, «A Theory of the Consumption Function», Oxford Publishing Company, 1957, y R. Hall, «Stochastic Implications of the Life Cycle-Permanent Income Hypothesis: Theory and Evidence», *Journal of Political Economy*, vol. 86, 1978, pp. 971-987.

⁵⁰ Véanse, por ejemplo, A. Deaton, «Saving and liquidity constraints», *Econometrica*, vol. 59, 1991, pp. 1221-1248; J. Stein, «Prices and trading volume in the housing market: a model with down-payment effects», *Quarterly Journal of Economics*, vol. 110, 1995, pp. 379-406, y S. Ahn, G. Kaplan, B. Moll, T. Winberry y C. Wolf, «When Inequality Matters for Macro and Macro Matters for Inequality», *NBER Macroeconomics Annual*, vol. 32, 2017.

Gráfico 21

Variación de la tasa de paro y confianza de los consumidores

(escala izquierda: variaciones interanuales en puntos porcentuales; escala derecha: saldos)



Fuentes: Comisión Europea (Dirección General de Asuntos Económicos y Financieros), Eurostat y cálculos del BCE.

La orientación acomodaticia de la política monetaria del BCE ha contribuido considerablemente al avance del consumo privado.

Existe cada vez más evidencia de que la política monetaria respalda el consumo privado, sobre todo a través de su efecto en los hogares con restricciones financieras (en situación de desempleo o endeudados, por ejemplo). Esto pone de relieve el papel de la heterogeneidad en la transmisión de la política monetaria. Al mismo tiempo, las políticas monetarias acomodaticias también han tenido un impacto directo reduciendo la desigualdad de la renta y de la riqueza. Por último, apenas se dispone de evidencia de que los bajos tipos de interés hayan provocado un aumento generalizado del endeudamiento de los hogares, lo que refuerza la opinión de que, en conjunto, la expansión económica es sostenible.

[Si desea leer el artículo completo en su versión en inglés, haga clic aquí.](#)