

Artículos

1 La cuenta corriente de la zona del euro tras la pandemia y la perturbación energética

Lorenz Emter, Michael Fidora, Fausto Pastoris y Martin Schmitz

Introducción

En 2022, la balanza por cuenta corriente de la zona del euro registró un déficit equivalente al 0,8 % del PIB de la zona del euro, frente a un superávit del 2,8 % en 2021, lo que supone un deterioro de 3,6 puntos porcentuales¹. Esta caída representó la mayor variación interanual de la balanza por cuenta corriente de la zona hasta la fecha, dado que la perturbación asociada al encarecimiento de la energía tras la invasión rusa de Ucrania que afectó a la relación real de intercambio provocó un empeoramiento notable de la balanza comercial de la zona del euro². Desde la introducción de la moneda única en 1999, la balanza por cuenta corriente de la zona del euro ha atravesado varias fases diferenciadas. Después de registrar un déficit a principios de la década de 2000, mantuvo una posición más o menos equilibrada hasta la crisis financiera global, cuando se debilitó de forma acusada y arrojó un déficit históricamente elevado, cercano al 2 % del PIB en 2008. Tras un período de consolidación, pasó a contabilizar superávits sostenidos entre 2013 y 2019, y posteriormente exhibió cierta volatilidad provocada por la pandemia ya en 2020 y en 2021³.

Las variaciones de la balanza por cuenta corriente captan información que puede tener implicaciones para la ejecución de la política monetaria. Por ejemplo, un descenso del saldo de la balanza por cuenta corriente debido a una escalada de los precios de importación y a un deterioro de la relación real de intercambio, como el observado en la reciente crisis energética, por un lado acentuará las presiones inflacionistas a través de una variación de los precios relativos. Por otro, también reducirá la demanda interna mediante la consiguiente disminución de la renta real, lo que con el tiempo conducirá a una corrección de dicho saldo y mitigará las citadas presiones. Esto tiene implicaciones importantes para la intensidad y la duración necesarias del endurecimiento de la política

¹ La balanza por cuenta corriente de la zona del euro muestra una evolución que está estrechamente relacionada con los desarrollos económicos en el exterior. Mide las transacciones entre residentes y no residentes en la zona del euro, y se compone de la balanza comercial de bienes y servicios, la renta neta procedente del exterior contabilizada como renta primaria (como intereses y dividendos) y las transferencias netas registradas como renta secundaria (como remesas y transferencias relacionadas con el presupuesto de la UE).

² La relación real de intercambio mide los precios de exportación con respecto a los precios de importación.

³ Véase «Evolución de la cuenta corriente de la zona del euro durante la pandemia», *Boletín Económico*, número 4, BCE, 2021.

monetaria en respuesta a una perturbación que afecte a la relación real de intercambio.

En este artículo se presenta un análisis exhaustivo de los factores determinantes de la abrupta reducción del saldo de la balanza por cuenta corriente de la zona del euro observada en 2022, considerando la evolución de sus distintos componentes y sus perspectivas de recuperación a partir de sus determinantes de medio plazo.

Conclusiones

Se espera que el acusado deterioro que experimentó la balanza por cuenta corriente en 2022 sea en gran medida transitorio. La caída de los precios de la energía se ha plasmado en una mejora de la relación real de intercambio de la zona del euro a principios de 2023, y se prevé que siga mejorando ligeramente a medio plazo. Es probable que esta evolución, unida a la consolidación fiscal esperada, contribuya a un aumento del saldo de la balanza por cuenta corriente de la zona del euro que, según las últimas proyecciones de los expertos del BCE, repuntaría hasta situarse en el 1,1 % del PIB de la zona del euro en 2023 y continuaría aumentando levemente hasta el 1,4 % y el 1,6 % del PIB en 2024 y 2025, respectivamente⁴.

Con todo, es probable que la balanza por cuenta corriente de la zona del euro se mantenga por debajo de los niveles previos a la pandemia. Los precios de la energía probablemente continuarán siendo elevados a medio plazo hasta que se complete la transición ecológica. Al mismo tiempo, el considerable gasto público y privado necesario para ecologizar la economía, garantizar la seguridad del suministro energético y abordar la incertidumbre geopolítica deberían lastrar la capacidad de financiación de la zona del euro e impedir que la balanza por cuenta corriente vuelva a situarse en los niveles históricamente elevados, de en torno al 3 % del PIB, observados antes de la pandemia.

El hecho de que el descenso acusado del saldo de la balanza por cuenta corriente de la zona del euro obedeciera fundamentalmente al deterioro de la relación real de intercambio de los bienes energéticos tiene implicaciones para la política monetaria. Un empeoramiento de la relación real de intercambio afecta también a la dinámica de la inflación a través de una caída de las rentas reales. El sustancial debilitamiento—y, hasta cierto punto, probablemente persistente— de esta relación conlleva una reducción de la riqueza por la disminución del valor actual de las rentas reales futuras, con efectos arrastre en la valoración de activos y el comportamiento del consumo. La evolución de la relación real de intercambio relacionada con la energía de la zona del euro se distingue claramente de la de Estados Unidos, dado que el saldo comercial energético de esta última economía está prácticamente equilibrado, gracias a su producción interna de energía a gran escala⁵. Por lo tanto, pese a la mejora reciente de la relación real de intercambio y de la balanza por cuenta corriente de la zona del euro, es probable

⁴ Véanse las [Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro](#), septiembre de 2023.

⁵ Véase P. R. Lane, «[Inflation Diagnostics](#)», *The ECB Blog*, 25 de noviembre de 2022.

que el déficit energético siga siendo un lastre a medio plazo para las rentas reales de la zona, con implicaciones para la demanda interna y, por consiguiente, para la inflación de la zona.

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

2 Efectos del cambio climático en el producto potencial

Miles Parker

Introducción

El cambio climático y las actuaciones emprendidas para afrontarlo transformarán profundamente la actividad económica en los próximos decenios. La eliminación de las emisiones de carbono requiere modificar los hábitos de consumo de las personas y las formas de producción de las empresas. Si no se realizan suficientes avances en la reducción de las emisiones, las temperaturas medias y los niveles del mar aumentarán, y los fenómenos meteorológicos extremos serán más frecuentes e intensos¹.

En un enfoque empleado habitualmente para estimar el impacto económico del cambio climático se utilizan escenarios con sendas coherentes de emisiones de carbono y de condiciones climáticas². Aunque tales estimaciones dependen del escenario específico, la conclusión general es que la inacción en la mitigación del cambio climático es mucho más perjudicial para el producto potencial en el largo plazo que el impacto de la transición a una economía de cero emisiones netas. Con todo, la propia transición también puede reducir el producto potencial, en especial en el corto plazo. Unas políticas bien diseñadas, comunicadas y coordinadas pueden contribuir a paliar estos efectos negativos³.

En este artículo se adopta un enfoque alternativo detallando los canales de impacto sobre el producto potencial a partir de la literatura existente y de trabajos en curso en el BCE. Conocer estos canales puede ayudar a encauzar los debates sobre las políticas y a mejorar la modelización de los efectos económicos del cambio climático. En líneas generales, estos efectos pueden separarse en tres categorías:

- **cambio climático a largo plazo**, incluidos aumentos de las temperaturas medias, cambios en las precipitaciones, subidas del nivel del mar y medidas de adaptación aplicadas para reducir su impacto;
- **fenómenos meteorológicos y eventos climáticos extremos**, como sequías, olas de calor, incendios, temporales de viento e inundaciones, y

¹ Véase Grupo Intergubernamental de Expertos sobre el Cambio Climático, «[Climate Change 2022: Impacts, Adaptation and Vulnerability, Summary for Policymakers](#)», Cambridge University Press, Cambridge y New York, 2022.

² Véase, por ejemplo, Network for Greening the Financial System, «[NGFS Scenarios for central banks and supervisors](#)», septiembre de 2022.

³ En un análisis preliminar realizado por el grupo de expertos en productividad del Sistema Europeo de Bancos Centrales se llega a la conclusión de que la productividad del trabajo de la zona del euro descendería 0,5 puntos porcentuales más en un escenario de transición desordenada que en uno de transición ordenada.

- **transición a una economía de cero emisiones netas**, destacando, entre otros, el impacto de las políticas adoptadas para acelerar la transición, como los impuestos y la normativa sobre las emisiones de carbono.

Conclusiones

Es probable que el cambio climático y las actuaciones emprendidas para afrontarlo afecten al producto potencial de la zona del euro en los próximos decenios. Los efectos van más allá de la destrucción de capital físico cuando se producen fenómenos extremos e incluyen los impactos en la oferta de trabajo y en el progreso tecnológico. Nuestro conocimiento de muchos de los canales descritos en este artículo sigue siendo imperfecto y mejorará notablemente con los trabajos de investigación que se realicen en el futuro. Los efectos de la pérdida de biodiversidad, en particular, han recibido escasa atención hasta ahora.

Un reto importante para la política monetaria es el impacto sustancial y localizado del cambio climático en determinadas regiones o sectores, a diferencia de las perturbaciones macroeconómicas convencionales. Los diferentes efectos entre países, en particular, pueden dificultar el funcionamiento de la política monetaria de la zona del euro. Estudios recientes han puesto de relieve que los vínculos de producción entre empresas pueden amplificar las perturbaciones⁴. Por consiguiente, la concentración de los impactos del cambio climático en determinados sectores o regiones puede afectar a la actividad agregada y a los precios mucho más de lo que sugeriría su peso en el producto y, en consecuencia, tener repercusiones para la política monetaria.

Por último, la variedad de canales de impacto y la cantidad de obstáculos que deben superarse para que la transición ecológica sea un éxito ponen de manifiesto la necesidad de contar con un amplio abanico de políticas que complementen las políticas de fijación de precios del carbono. La transición es una transformación estructural de la economía. Es fundamental aplicar políticas estructurales que favorezcan movimientos efectivos de capital y de mano de obra de unas actividades a otras, así como políticas que promuevan la innovación y la adopción generalizada de nuevas tecnologías. Al mismo tiempo, incluso si la transición es rápida y fluida, es probable que los efectos del cambio climático y de fenómenos meteorológicos extremos aumenten, lo que requiere desplegar medidas de adaptación como irrigación, aire acondicionado y seguros.

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

⁴ Véanse, por ejemplo, D. Baqaee y E. Farhi, «[The Macroeconomic Impact of Microeconomic Shocks: Beyond Hulten's Theorem](#)», *Econometrica*, vol. 87, número 4, 2019, pp. 1155-1203, y V. Guerrieri *et al.*, «[Macroeconomic Implications of COVID-19: Can Negative Supply Shocks Cause Demand Shortages?](#)», *American Economic Review*, vol. 112, n.º 5, 2022, pp. 1437-1474.

3 Décimo aniversario de la encuesta SESFOD: las condiciones de crédito en los mercados de financiación de valores y de derivados OTC denominados en euros desde 2013

Simon Kördel y Philippe Molitor

Las condiciones de crédito son un componente esencial de las condiciones de financiación y son fundamentales para determinar el apetito de riesgo de los participantes en los mercados. Las condiciones de financiación afectan a las decisiones de inversión de estos últimos. Unas condiciones de crédito más laxas pueden favorecer el aumento del apalancamiento y de la asunción de riesgos en el sistema financiero. Basándose en lo aprendido de la crisis financiera mundial, en marzo de 2013 el BCE puso en marcha la [encuesta sobre las condiciones de crédito en los mercados de financiación de valores y de derivados OTC denominados en euros \(SESFOD, por sus siglas en inglés\)](#), que realiza trimestralmente¹.

Las operaciones de financiación de valores son operaciones con garantía en las que se intercambian activos por efectivo. En términos económicos, estas operaciones representan un préstamo que está garantizado por activos (por ejemplo, bonos o acciones). Las operaciones de financiación de valores engloban cuatro tipos de operaciones diferentes: cesiones temporales (*repos*), préstamos de valores, operaciones simultáneas de compra-retroventa (*buy/sell back transactions*) y operaciones de préstamo con reposición de la garantía (*margin lending*)². Las operaciones *repo* denominadas en euros representan actualmente el mayor segmento del mercado monetario de la zona del euro y su saldo vivo ascendía a unos 2 billones de euros al final de 2022. Las operaciones con garantía se han vuelto más populares desde la crisis financiera como consecuencia de una mayor preferencia por mitigar el riesgo de contraparte mediante la aportación de garantías. Además de proporcionar financiación con garantía, las operaciones *repo* también permiten que los participantes en el mercado obtengan valores específicos. Por último, el segmento garantizado del mercado monetario desempeña un papel central en la aplicación y la transmisión de la política monetaria, al igual que el segmento no garantizado³.

Los derivados extrabursátiles (OTC, por sus siglas en inglés) son instrumentos financieros cuyo precio depende de un activo subyacente y que se negocian fuera de los mercados regulados. Los derivados son contratos financieros vinculados a la fluctuación del precio de un activo subyacente o de una

¹ Véase el artículo monográfico titulado «[New ECB Survey on Credit Terms and Conditions in Euro-denominated Securities Financing and Over-the-Counter Derivatives Markets \(SESFOD\)](#)», *Financial Stability Review*, BCE, mayo de 2013.

² Para consultar las definiciones, véase el artículo 3 del [Reglamento \(UE\) 2015/2365 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 25 de noviembre de 2015, sobre transparencia de las operaciones de financiación de valores y de reutilización y por el que se modifica el Reglamento \(UE\) n.º 648/2012 \(DO L 337 de 23.12.2015, p. 1\)](#).

³ Véase [Euro money market study 2022](#), BCE, abril de 2023.

cesta de activos (por ejemplo, instrumentos de tipo de interés, acciones o materias primas). Los derivados OTC —que se negocian a nivel privado y no en mercados organizados— representaron casi el 32 % de los mercados de derivados denominados en euros y su saldo vivo nominal bruto alcanzó un total de 41 billones de euros al final de 2022. Los derivados financieros se utilizan con fines de gestión de riesgos, cobertura, arbitraje entre mercados y especulación, entre otros⁴. Los derivados tienen un impacto significativo en la economía real, desde los préstamos hipotecarios hasta los precios de los alimentos.

La encuesta SESFOD forma parte de una iniciativa internacional para recopilar información sobre las condiciones de crédito ofertadas por las entidades que operan en los mercados mayoristas. Estos mercados son también vehículos importantes para el apalancamiento en el sistema financiero. La SESFOD arroja luz sobre los riesgos potenciales asociados a los mercados de financiación de valores y de derivados, al tiempo que es también una herramienta valiosa de seguimiento y de posible alerta temprana al identificar cambios significativos en las condiciones de crédito. Por último, la información sobre los cambios en el coste y la disponibilidad de financiación en los mercados mayoristas, y en los mercados de *repos* en particular, puede contribuir al análisis de la transmisión de la política monetaria y las condiciones de financiación interbancaria⁵.

La SESFOD puede considerarse el homólogo en el ámbito de mercado de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro⁶. El BCE lleva a cabo varias encuestas⁷, de las que tanto la SESFOD como la de préstamos bancarios en la zona del euro se centran, en parte, en las condiciones crediticias. En la primera se estudian las condiciones de crédito aplicadas a las operaciones de financiación de valores y a los derivados OTC, mientras que la segunda proporciona información sobre las condiciones del crédito bancario aplicadas a las empresas y a los hogares en la zona del euro.

Con motivo del décimo aniversario de la SESFOD, en este artículo se explica la evolución y los determinantes de las condiciones de crédito aplicadas a las contrapartidas a partir de las respuestas de los participantes en la encuesta a lo largo del tiempo.

Conclusiones

En la encuesta SESFOD se utiliza una muestra pequeña, pero representativa, de los participantes en los mercados. El análisis de las respuestas desde que se puso en

⁴ Véase [Derivatives / EMIR](#), Comisión Europea.

⁵ Los análisis que se basaron en la información de la SESFOD incluyen, entre otros, los presentados en la sección 2.1 del informe *Financial Stability Review*, BCE, noviembre de 2019, y en los recuadros titulados «[Recent trends in credit terms and conditions in euro-denominated securities financing and over-the-counter derivatives markets based on information from the SESFOD survey](#)», *Financial Stability Review*, BCE, noviembre de 2018 e «[Interconnectedness of derivatives markets and money market funds through insurance corporations and pension funds](#)», *Financial Stability Review*, BCE, noviembre de 2020.

⁶ Véase [Euro area bank lending survey](#), BCE.

⁷ Véase [ECB surveys](#), BCE.

marcha la encuesta en 2013 confirma la validez de la encuesta y su utilidad a efectos de la estabilidad financiera (dado que muestra el aumento de la asunción de riesgos y del apalancamiento), del funcionamiento de los mercados y de la política monetaria (puesto que muestra los cambios en las condiciones de financiación).

- Los cambios poco frecuentes, junto con el fenómeno conocido como «sabiduría popular» observado con respecto a la evolución de las condiciones de crédito relacionadas con el precio y las no relacionadas con el precio, ponen de relieve el valor de la información cualitativa de la SESFOD como señal de alerta de futuros desarrollos adversos.
- Combinar la encuesta cualitativa con los datos cuantitativos reportados a efectos regulatorios enriquecerá el análisis de las condiciones de crédito en los mercados de operaciones de financiación de valores y de derivados OTC no compensados denominados en euros y permitirá comprender mejor las condiciones de financiación imperantes en los mercados financieros.

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