

**CANALES DE IMPACTO DE LAS TENSIONES GEOPOLÍTICAS GLOBALES SOBRE LA UNIÓN EUROPEA**

En los últimos meses, los factores geopolíticos han venido desempeñando un papel protagonista como determinantes de la actividad y de las relaciones económicas. La invasión rusa de Ucrania ha oscurecido el panorama geopolítico y aumentado la incertidumbre global (véanse gráficos 1 y 2), con consecuencias económicas severas. No obstante, la importancia de los factores geopolíticos en la evolución económica ha venido ganando peso durante la última década, con ejemplos recientes como la guerra comercial entre Estados Unidos y China en 2018-2019 o la salida del Reino Unido de la Unión Europea (UE).

A este respecto, la evidencia empírica disponible muestra que los incrementos del riesgo geopolítico han venido acompañados históricamente de aumentos de la incertidumbre, que terminan impactando negativamente sobre el precio de los activos financieros y elevando su volatilidad, reduciendo también la inversión y el empleo, y, en última instancia, frenando la evolución del PIB<sup>1</sup>. La literatura académica subraya asimismo cómo las relaciones comerciales y financieras constituyen los canales principales de transmisión entre países y áreas geográficas de los efectos del aumento de la incertidumbre<sup>2</sup>. En este contexto, el elevado grado de apertura comercial y financiera de la UE, uno de los principales motivos de su prosperidad durante muchos años, podría convertirse ahora en un elemento de vulnerabilidad<sup>3</sup>.

Una de las fuentes de la vulnerabilidad europea ante la escalada de las tensiones geopolíticas deriva de la elevada dependencia externa respecto de algunos productos muy relevantes para la economía de la UE, que se importan de un número reducido de países fuera de esta área. En particular, las importaciones de mercancías de la UE están muy

concentradas en China (véase gráfico 3)<sup>4</sup>, que, además, es el principal exportador de algunos productos electrónicos (como ordenadores, dispositivos ópticos o células fotovoltaicas) cuya producción interna en la UE es relativamente reducida. La dependencia de las importaciones chinas puede tener consecuencias relevantes para la actividad del sector manufacturero europeo. Así, algunos análisis econométricos disponibles<sup>5</sup> muestran que las interrupciones asociadas a la pandemia de COVID-19 que tuvieron lugar en la cadena de suministros desde China durante los primeros meses de 2020 tuvieron un impacto considerable en la producción manufacturera de la Unión Económica y Monetaria (UEM), reduciéndola temporalmente en un 7%.

Asimismo, la UE es muy dependiente de algunas materias primas que resultan vitales para las transiciones energética y digital. La Comisión Europea considera 30 materias primas como «críticas», debido a su gran importancia económica, a su difícil sustitución por otros materiales, a la elevada concentración de sus importaciones y a otros riesgos de suministro<sup>6</sup>. Rusia constituye el principal proveedor de la UE de dichas materias primas (un 18 % del valor total de las importaciones de estas materias en 2019), por encima del Reino Unido, Estados Unidos, Sudáfrica, Brasil y China (véase gráfico 4). La Comisión Europea estima que la demanda de algunas de estas materias primas críticas se va a multiplicar por cinco hasta 2030, lo que hará que la dependencia externa de la UE en este campo se incremente drásticamente.

La dependencia comercial de la UE de bienes energéticos (en particular, del gas) es un ejemplo de las consecuencias de un aprovisionamiento muy concentrado de una materia prima clave. Antes del inicio de la invasión de

1 Véanse Caldara, D. y M. Iacoviello (2022). «Measuring Geopolitical Risk», *American Economic Review*, vol. 112 (4), pp. 1194-1225; Baker, S. R., N. Bloom y S. J. Davis (2016). «Measuring economic policy uncertainty», *The Quarterly Journal of Economics*, 131(4), 1593-1636; Diakonova, M., L. Molina, H. Mueller, J. J. Pérez, y C. Rauh, «The information content of conflict, social unrest and policy uncertainty measures for macroeconomic forecasting», Documento de Trabajo del Banco de España, n. 2232.

2 Véase Ghirelli, C., J. J. Pérez y A. Urtasun (2021). «The spillover effects of economic policy uncertainty in Latin America on the Spanish economy», *Latin American Journal of Central Banking*, vol. 2 (2).

3 Asimismo, una fragmentación del comercio internacional según fronteras geoestratégicas puede resultar en una reducción marcada de los flujos comerciales entre los distintos bloques de países y, por lo tanto, en una reducción de las ganancias de bienestar asociadas al comercio. Véase Campos, R., J. Estefanía-Flores, D. Furceri y J. Timini (2022), «Trade fragmentation», Documento de Trabajo del Banco de España, de próxima publicación.

4 La concentración de las importaciones de un producto se mide a través de un índice Herfindahl-Hirschman, que se obtiene elevando al cuadrado el peso de cada país exportador en las importaciones de la UE y sumando esas cantidades. Una indicación de la capacidad de producción interna y sustitución de un producto se obtiene a través de dos métricas: (1) el peso de las importaciones intra-UE en el valor total de las importaciones de la UE de ese producto; y (2) la ratio de las importaciones provenientes de fuera de la UE entre las exportaciones totales de la UE del producto.

5 Khalil, M. and M.D. Weber (2021). «Chinese supply chain shocks», MPRA paper n.110356.

6 European Commission (2020). «Critical Raw Materials Resilience: Charting a Path towards greater Security and Sustainability», COM (2020) 474. Las materias primas consideradas como «críticas» incluyen materiales como tierras raras, paladio, cobalto, litio o magnesio.

**CANALES DE IMPACTO DE LAS TENSIONES GEOPOLÍTICAS GLOBALES SOBRE LA UNIÓN EUROPEA (cont.)**

Gráfico 1  
ÍNDICE DE RIESGO GEOPOLÍTICO (a)



Gráfico 2  
ÍNDICE DE INCERTIDUMBRE GLOBAL (IG) (b)

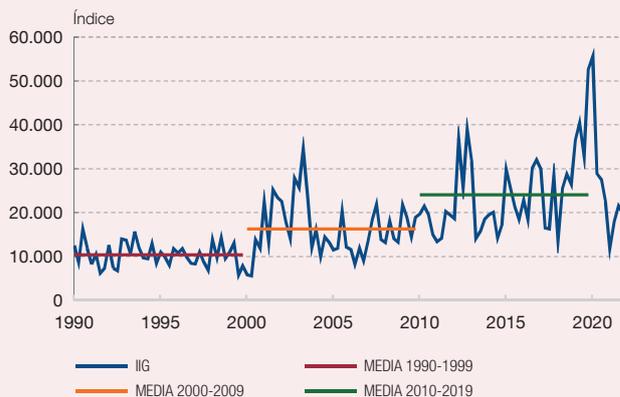


Gráfico 3  
ÍNDICE DE CONCENTRACIÓN DE IMPORTACIONES BILATERALES DE LA UNIÓN EUROPEA (c)

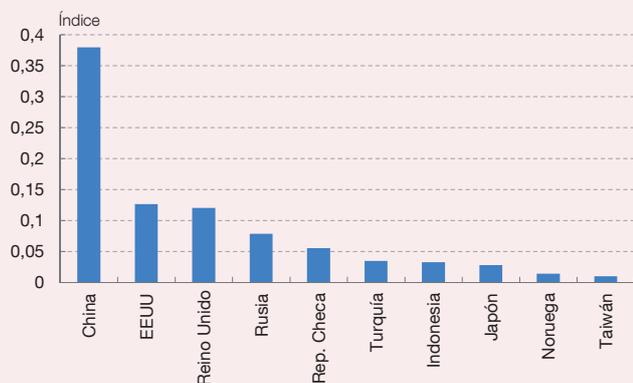
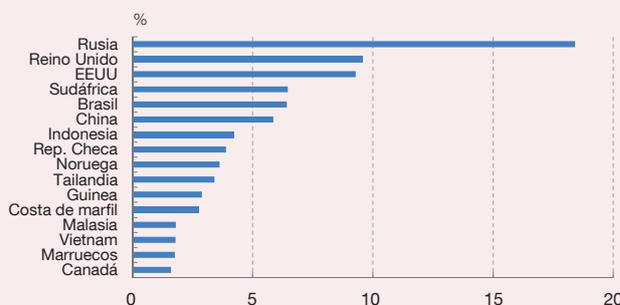


Gráfico 4  
PRINCIPALES EXPORTADORES DE MATERIAS PRIMAS CRÍTICAS A LA UNIÓN EUROPEA (d)



FUENTES: Ahir et al. (2021), Caldara y Iacoviello (2022) y elaboración propia basada en datos a nivel de producto de la base de datos de CEPII «BACI» (datos de 2019).

- a El índice de riesgo geopolítico utiliza el análisis de textos en artículos impresos de periódicos en inglés, contando expresiones asociadas a riesgos geopolíticos, como «guerra», «invasión», «amenaza militar», «escalada militar», «acto terrorista» etc. (véase D. Caldara, y M. Iacoviello (2022). «Measuring geopolitical risk». *American Economic Review*, vol. 112 (4), pp. 1194-1225).
- b El índice de incertidumbre global se calcula contando el porcentaje de la palabra «incierto» o sus variantes en los informes de país de *Economist Intelligence Unit* [véase H. Ahir, N. Bloom y D. Furceri, (2022). *The world uncertainty index*, NBER WP 29763].
- c La concentración bilateral de las importaciones se mide ponderando el valor total de las importaciones extracomunitarias de cada grupo de productos de nivel seis del Sistema Armonizado (HS-6) para el que el país socio es el principal exportador a la UE, por el respectivo índice de concentración de las importaciones.
- d Peso en el valor total de las importaciones de la UE de materias primas críticas, por país de origen.

Ucrania, las importaciones de gas natural desde Rusia y, en menor medida, Noruega desempeñaban un papel central para la cadena de valor europea. El fuerte aumento de los precios del gas (mucho mayor en la UE que en Estados Unidos, como se aprecia en el gráfico 5), la reducción drástica del suministro desde Rusia y las

dificultades de su sustitución por otras fuentes de energía han presionado fuertemente la evolución de la inflación y se han convertido en uno de los principales riesgos para la economía europea a corto y medio plazo. Las estimaciones del impacto de los aumentos en los precios del gas natural sobre la inflación de la UEM apuntan a

7 L. López, S. Párraga y D. Santabárbara (2022). «La traslación del incremento de los precios del gas natural a la inflación del área euro y de la economía española», *Boletín Económico*, 3/2022, Banco de España.

**CANALES DE IMPACTO DE LAS TENSIONES GEOPOLÍTICAS GLOBALES SOBRE LA UNIÓN EUROPEA (cont.)**

Gráfico 5  
EVOLUCIÓN DE LOS PRECIOS DEL GAS NATURAL (a)

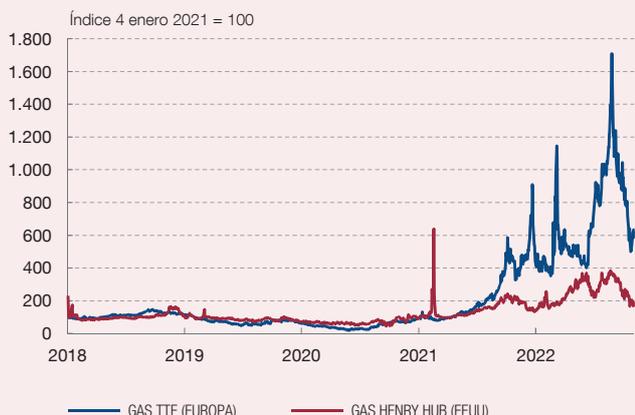


Gráfico 6  
EFECTO EN LA INFLACIÓN IAPC DE LA UEM DE UN INCREMENTO PERMANENTE DEL 10% DEL PRECIO DEL GAS NATURAL (b)

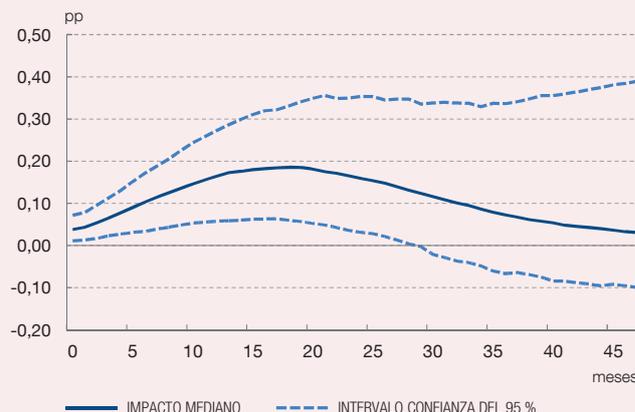


Gráfico 7  
INVERSIÓN EXTRANJERA DIRECTA EN EL ÁREA DEL EURO (c)

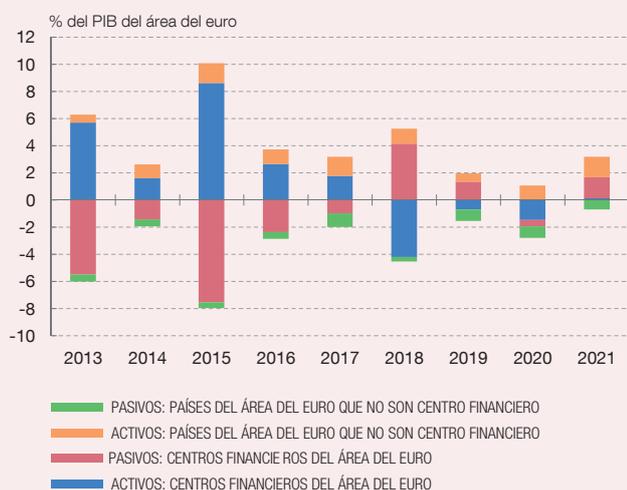
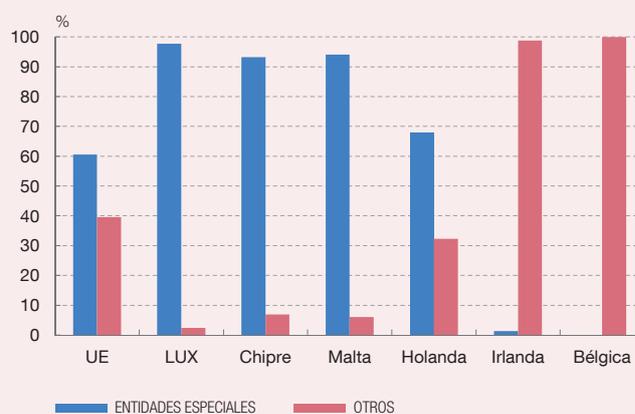


Gráfico 8  
INVERSIÓN EXTRANJERA DIRECTA INTERMEDIADA POR ENTIDADES ESPECIALES EN LA UNIÓN EUROPEA, MEDIA 2015-2020 (d)



FUENTES: BP Statistical Review of World Energy, Eikon, Eurostat y elaboración propia.

- a Los precios al contado de ambos mercados están expresados en euros para facilitar su comparación.
- b Funciones impulso respuesta a un incremento de precios permanente del 10 % del gas natural estimadas a través de vectores autorregresivos bayesianos (BVAR) que incorporan las variaciones interanuales del índice armonizado de precios de consumo (IAPC) (general, electricidad y productos derivados del gas), del precio del gas natural en Europa y del petróleo expresados en euros.
- c Flujos de activos y pasivos (variación neta) de inversión extranjera directa de/hacia la UE. Los flujos de pasivos se muestran con signo negativo para su visualización. Los flujos de activos (pasivos) negativos (positivos) indican desinversiones y repatriación de beneficios. Los centros financieros del área del euro son Bélgica, Chipre, Irlanda, Luxemburgo, Malta y Países Bajos.
- d Las barras verticales muestran los porcentajes de los stocks de inversión directa extranjera en la UE intermediados por entidades de cometido especial, SPE (en azul) y los stocks no intermediados por SPE (en naranja), respectivamente, durante 2015-2020. Este tipo de entidades se crean en países con marcos legales favorables por razones fiscales, para trasladar el riesgo fuera de los balances de las empresas matrices o por razones de confidencialidad. Estas entidades suelen formar parte de cadenas complejas de empresas que abarcan varios países.

efectos significativos y persistentes<sup>7</sup> (véase gráfico 6), sobre todo a través de los efectos indirectos derivados del encarecimiento de productos que utilizan esta materia prima en su proceso productivo o cuyo precio está muy vinculado al de esta materia prima (por ejemplo, la electricidad).

Los riesgos geopolíticos tienen también relevancia para las exposiciones de inversión extranjera directa de la UE. En todas las categorías de flujos financieros — inversión directa, en cartera y flujos bancarios— los principales socios de la UE son otras economías avanzadas (sobre todo, Estados Unidos, Reino Unido y

**CANALES DE IMPACTO DE LAS TENSIONES GEOPOLÍTICAS GLOBALES SOBRE LA UNIÓN EUROPEA (cont.)**

Suiza), mientras que los países emergentes todavía representan una parte muy pequeña de estas exposiciones<sup>8</sup>. Sin embargo, algunos elementos dificultan la identificación de los inversores últimos en la UE. En primer lugar, una cuarta parte de la inversión extranjera directa en la UE proviene de centros *offshore*. En segundo lugar, la mayor parte de la inversión directa en la UE está intermediada por seis centros (*hubs*) de inversión (Bélgica, Chipre, Irlanda, Luxemburgo, Malta y Países Bajos) (véase gráfico 7) y, además, casi el 60 % de los flujos de inversión directa proveniente del exterior se canalizan a través de entidades con cometidos especiales (*special purpose entities* - SPE<sup>9</sup>), que se utilizan principalmente por motivos fiscales o de confidencialidad (véase gráfico 8). Los análisis empíricos<sup>10</sup> que han intentado esclarecer estas exposiciones estiman que los flujos de inversión directa (y no canalizados por SPE) de Estados Unidos en la UE podrían ser casi el doble de grandes que los observados directamente, mientras que los provenientes de China podrían ser casi tres veces más importantes<sup>11</sup>.

En resumen, la economía de la UE está expuesta a canales relevantes de transmisión de los efectos económicos negativos de las tensiones geopolíticas, que pueden contribuir a generar desviaciones coyunturales adversas con respecto a los actuales escenarios centrales de previsión, pero también incluso a perturbar su crecimiento potencial a largo plazo. La dependencia de las materias primas energéticas importadas del exterior de la UE (en particular, de Rusia) plantea los mayores riesgos a corto plazo, pero la dependencia manufacturera de China y las interconexiones financieras globales representan también potenciales fuentes de riesgo en horizontes temporales más largos. El proceso de transformación energética y digital plantea oportunidades para mitigar estos riesgos, pero estas potenciales ganancias en términos de incorporación de nuevas tecnologías y reconfiguración de los flujos comerciales se desplegarán solo de forma progresiva en el tiempo. Entre tanto, es necesario cuantificar de la forma más precisa posible estos riesgos e incorporarlos adecuadamente a la planificación de las políticas económicas y de la actividad empresarial, particularmente en el sector financiero.

- 
- 8 Estados Unidos, Reino Unido y Suiza juntos representan un 60% de los activos y pasivos de inversión directa extranjera de la UE durante 2015-2020, y los restantes países avanzados suman otro 10%. China (incluido Hong Kong) representa alrededor del 3% de los activos y pasivos de inversión directa extranjera de la UE durante el mismo período.
- 9 Este tipo de entidades se crean en países con marcos legales favorables por razones fiscales, para trasladar el riesgo fuera de los balances de las empresas matrices o por razones de confidencialidad. Estas entidades suelen formar parte de cadenas complejas de empresas, que abarcan varios países.
- 10 C. Alcidi, D. Postica y F. Shamsfakhr (2021), *Study on the Analysis of Developments in EU Capital Flows in the Global Context*, External Contribution, Centre for European Policy Studies.
- 11 Así, Alcidi *et al.* (2021) estiman que, en 2019, los flujos directos y no intermediados por SPE provenientes de Estados Unidos podrían haber sido 1,8 billones de euros (frente a los 1,1 billones observados), mientras que los provenientes de China podrían haber sido de 116 mil millones de euros (frente a los 40,5 mil millones de euros observados).