

Recuadros

1

La geopolítica y el comercio en la zona del euro y en Estados Unidos: ¿se están reduciendo los riesgos de los suministros de importación?

Ivelina Ilkova, Laura Lebastard y Roberta Serafini

En los últimos años, una serie de perturbaciones adversas ha puesto de relieve vulnerabilidades relacionadas con el abastecimiento de los bienes importados. En respuesta, algunas empresas de la zona del euro y de Estados Unidos han modificado (o tienen previsto cambiar) sus estrategias de abastecimiento para mejorar la capacidad de resistencia de las cadenas de suministro¹. A partir de datos detallados a nivel de producto, en este recuadro se analiza en qué medida y de qué manera la zona del euro y Estados Unidos han modificado dichas estrategias desde 2016 —año en el que las consideraciones geopolíticas comenzaron a desempeñar un papel más importante en las relaciones comerciales y en el que empezó a preocupar la necesidad de reducir riesgos (*de-risking*)²—, así como el posible impacto sobre los precios de importación. El análisis se centra en dos estrategias de abastecimiento diferentes, pero no mutuamente excluyentes, dirigidas a impulsar la capacidad de resistencia de las cadenas de suministro y abordar las preocupaciones en materia de seguridad nacional. La primera es la diversificación (aumentar el número de países proveedores), y la segunda el reequilibrio (reducir la cuota de mercado del principal país proveedor)³.

En la última década, la zona del euro ha diversificado progresivamente sus fuentes de importación, aunque no hay indicios de que este proceso se haya acelerado en comparación con el pasado. Desde 2016, esta zona ha aumentado gradualmente el número de países suministradores por producto, incluidos los de

¹ Véanse EIB Investment Survey – European Union Overview, Banco Europeo de Inversiones, 2023, y el recuadro titulado «La producción mundial y los riesgos en las cadenas de suministro: resultados de una encuesta a empresas líderes», Boletín Económico, número 7, Banco Central Europeo, 2023.

² En 2016 surgieron tensiones comerciales significativas entre Estados Unidos y China, lo que marcó el inicio de grandes cambios en el comercio estadounidense. Aunque ese año podría no tener la misma importancia para la zona del euro, en la que los cambios con mayor impacto se produjeron después de 2019, al empezar el análisis en 2016 se garantiza un período de comparación común. Este enfoque contribuye a captar los principales acontecimientos que afectaron a Estados Unidos y a la zona del euro y proporciona una idea más clara de cómo evolucionaron los patrones de comercio de manera diferente en las dos regiones. Los resultados se mantienen si el análisis relativo a la zona del euro comienza en 2019 en lugar de en 2016.

³ Aunque no constituye el foco de este análisis, las estrategias de exportación también pueden modificarse para responder a tensiones geopolíticas, en términos de dependencia relativa de una base de clientes geopolíticamente distantes.

los bienes de importancia estratégica⁴, y se observa una ligera aceleración desde la pandemia (panel a del gráfico A). Sin embargo, esta tendencia parece ser la continuación de un proceso que se había venido desarrollando en la zona del euro desde comienzos del siglo. En cambio, en Estados Unidos la diversificación ha sido menos evidente.

No obstante, la diversificación ha ido adquiriendo una dimensión geopolítica cada vez mayor, y tanto la zona del euro como Estados Unidos han diversificado relativamente más las importaciones de productos procedentes de países geopolíticamente distantes. En este recuadro se ha evaluado en qué medida esta diversificación tiene una dimensión geopolítica clasificando los países proveedores como geopolíticamente cercanos (por ejemplo, los países del G-7, los Estados miembros de la UE, Australia, Corea del Sur y Turquía) y geopolíticamente distantes (como China, Rusia, Irán, Corea del Norte y Siria)⁵. En el panel b del gráfico A se presentan los resultados de un estudio de eventos en el que se estimaba si, para un producto importado determinado, el hecho de tener como principal proveedor a un país geopolíticamente distante afectaba al número total de países proveedores en comparación con productos procedentes, sobre todo, de un país cercano en términos geopolíticos⁶. Los resultados sugieren que, desde 2016, la diversificación de las fuentes de importación ha sido significativamente mayor para los productos importados relativamente más de países distantes en términos geopolíticos, y que su nivel ha aumentado en las dos regiones analizadas, en particular después de 2021.

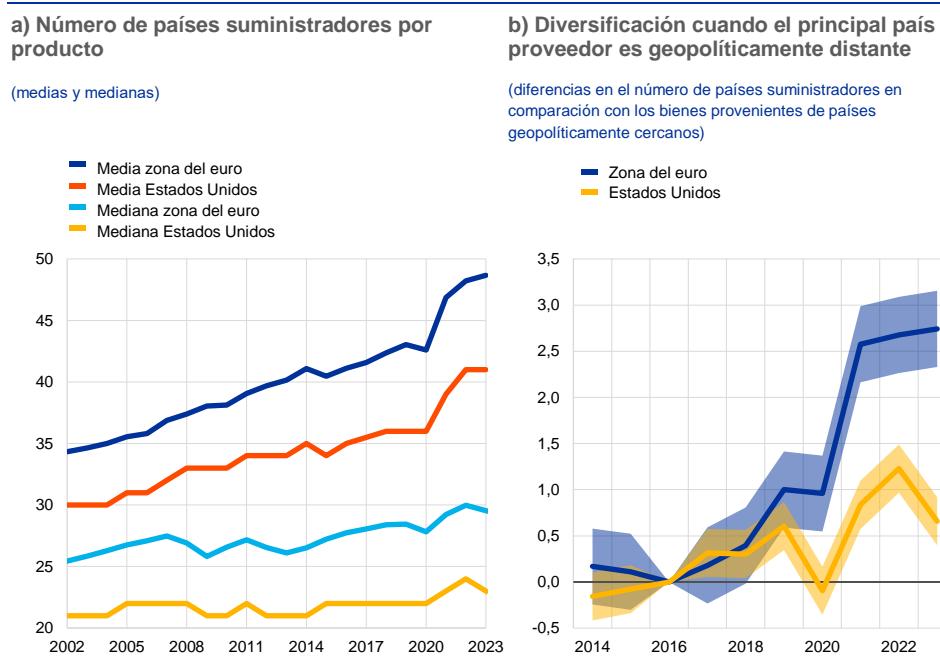
⁴ Los bienes estratégicos se definen según lo especificado en la lista de «*Strategic dependencies and capacities*», *Commission Staff Working Document*, n.º 352, Comisión Europea, 2021. La Comisión Europea identificó dependencias estratégicas relacionadas con insumos importados específicos basándose en tres indicadores: la concentración, medida sobre la base del índice Herfindahl-Hirschman y las cuotas de mercado de los países suministradores no pertenecientes a la UE; la importancia de la demanda, calculada como el peso de las importaciones extra-UE en las importaciones totales de la UE, y la sustituirabilidad, calculada como la ratio de las importaciones provenientes de fuera de la UE sobre las exportaciones totales de la UE. En el caso de Estados Unidos, se ha elaborado un conjunto similar de productos, adaptando la metodología de la Comisión Europea a los datos estadounidenses.

⁵ Los países geopolíticamente cercanos y distantes se definen de acuerdo con su voto en las Naciones Unidas sobre las sanciones impuestas contra Rusia (Resolución ES-11/3 de la Asamblea General de las Naciones Unidas). Se considera que los países que se han abstenido son neutrales y se asignan al grupo de países geopolíticamente cercanos. El método de identificar las similitudes geopolíticas de los países basándose en cómo han votado en las Naciones Unidas es acorde con el empleado en Campos *et al.*, «Geopolitical fragmentation and trade», *Journal of Comparative Economics*, vol. 51, n.º 4, 2023, pp. 1289-1315, y en el recuadro titulado «*Friend-shoring de las cadenas globales de valor: un análisis basado en modelos*», *Boletín Económico*, número 2, Banco Central Europeo, 2023.

⁶ Se estima por separado para la zona del euro y para Estados Unidos aplicando la fórmula siguiente: $\text{número de países proveedores}_{it} = \sum_{k=-2}^7 \beta_k \text{ dummy de tiempo}_{kt} \times \text{dummy geopol_distantes}_i + EF_i + EF_t + \varepsilon_{it}$, donde la variable dependiente es el número de países suministradores del producto *i* clasificado a nivel de seis dígitos según el Sistema Armonizado de la Organización Mundial de Aduanas en el momento *t* (*tiempo*), y *k* es el número de años con respecto a 2016. El grupo de tratamiento es el conjunto de productos cuyo principal proveedor era una economía geopolíticamente distante en 2014-2016, mientras que el grupo de control es el conjunto de productos cuyo principal suministrador era un país geopolíticamente cercano en ese mismo período. La fórmula permite tener en cuenta efectos fijos específicos de producto y de tiempo.

Gráfico A

Diversificación de países suministradores en la zona del euro y en Estados Unidos



Fuentes: Trade Data Monitor y cálculos del BCE.

Notas: El producto se define al nivel más detallado de las características de los productos que permite la comparación entre países (nivel de seis dígitos de la clasificación del Sistema Armonizado de la Organización Mundial de Aduanas). El panel b muestra los resultados de un estudio de eventos en el que se compara el número de países suministradores de un producto determinado cuando el principal país proveedor es una economía geopolíticamente distante en lugar de geopolíticamente cercana. Los datos utilizados para la regresión de la zona del euro excluyen el comercio dentro de la zona. El año de referencia es 2016. Las zonas sombreadas indican intervalos de confianza del 95 %.

Aunque se observa cierta diversificación de las fuentes de importación desde hace varios años, la evidencia de un cambio en la dependencia de la zona del euro y de Estados Unidos con respecto a los países geopolíticamente distantes es más ambivalente. Los datos agregados indican que, desde 2016, la cuota de mercado de China ha aumentado 3 puntos porcentuales en las importaciones de la zona del euro, mientras que ha disminuido 11 puntos porcentuales en las estadounidenses. Desde 2022, la zona del euro ha estado más expuesta que Estados Unidos al país asiático. En el caso de Rusia, las dos regiones han reducido sus cuotas de mercado de importaciones, en consonancia con las sanciones impuestas y con los embargos correspondientes. Sin embargo, si no se tienen en cuenta los productos suministrados por China y Rusia, la evidencia de un reequilibrio es más limitada: las cuotas de importación agregadas de países geopolíticamente distantes se han mantenido en niveles estables en la zona del euro y en Estados Unidos, y en ninguna de las dos regiones se ha observado un desplazamiento significativo de las importaciones procedentes de esos países.

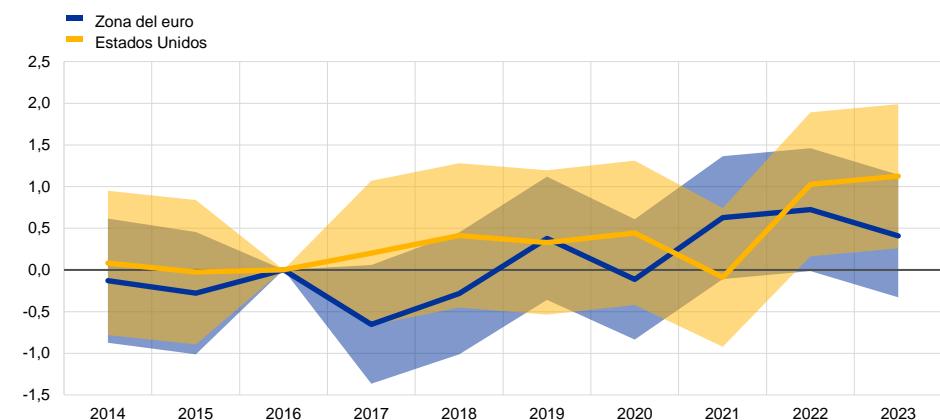
La evidencia a nivel de producto pone de relieve que el reequilibrio en detrimento del principal país proveedor es limitado. Centrando la atención en los bienes estratégicos, se comparó la evolución de las importaciones de productos procedentes, en su mayor parte, de un país geopolíticamente distante y la de aquellos provenientes, sobre todo, de un país cercano en términos geopolíticos. Los resultados de un estudio de eventos apuntan a que existe evidencia limitada de un

reequilibrio sustancial por parte de la zona del euro o de Estados Unidos en detrimento de los países geopolíticamente distantes (gráfico B)⁷.

Gráfico B

Cambio en la importancia de un país suministrador principal de bienes de importancia estratégica cuando es un país geopolíticamente distante para la zona del euro y Estados Unidos

(diferencias porcentuales en comparación con el nivel de importaciones de bienes procedentes de países geopolíticamente cercanos)



Fuentes: Trade Data Monitor y cálculos del BCE.

Notas: El gráfico muestra los resultados de un estudio de eventos en el que se comparan los niveles de importaciones de bienes de importancia estratégica procedentes de países cercanos y distantes en términos geopolíticos. La base de datos incluye datos sobre las importaciones reales de bienes de importancia estratégica provenientes de todos los socios comerciales a nivel de seis dígitos de la clasificación del Sistema Armonizado (SA) de la Organización Mundial de Aduanas. Se han excluido los datos relativos a los bienes que se engloban en el capítulo 27 de la clasificación del SA (combustibles minerales, aceites minerales y productos de su destilación; materias bituminosas; ceras minerales). Los datos utilizados para la regresión de la zona del euro excluyen el comercio dentro de la zona. El año de referencia es 2016. Las zonas sombreadas indican intervalos de confianza del 95 %.

Las implicaciones para los precios de importación varían en función de la estrategia de abastecimiento que predomine. Cuando se trata del mismo producto, los proveedores de nuevos países suministradores suelen ser más caros que los de países que ya lo suministran (panel a del gráfico C). Sin embargo, el impacto en los precios de importación agregados es reducido: en promedio, durante el período 2016-2023, el flujo de productos provenientes de nuevos países representó una proporción pequeña de las importaciones totales (0,2-0,3 %), lo que sugiere que solo tuvo un efecto limitado en los precios agregados.

En el caso de los productos para los que la zona del euro o Estados Unidos ha cambiado de principal país proveedor, el reequilibrio parece estar destinado, sobre todo, a reducir los costes, más que a mejorar la capacidad de resistencia de las cadenas de suministro o a abordar las preocupaciones en materia de seguridad nacional. En las dos regiones mencionadas, el reequilibrio en detrimento del principal país proveedor ha desplazado fundamentalmente las importaciones hacia países suministradores más baratos. En promedio, desde 2016 la zona del euro y Estados Unidos han tendido a reequilibrar las importaciones a favor de fuentes más baratas, aunque existe cierta evidencia de que se ha producido un cambio tras la invasión de Ucrania por parte de Rusia en 2022, cuando

⁷ El gráfico muestra la β_k estimada de la regresión espejo del panel b del gráfico A:
 $\ln \text{importaciones}_{ijt} = \sum_{k=-2}^2 \beta_k \text{ dummy de tiempo}_{kt} \times \text{dummy geopolitico}_{distante_j} + EF_{ij} + EF_t + \varepsilon_{ijt}$, donde la variable dependiente es el logaritmo natural de las importaciones procedentes del principal país suministrador j a la zona del euro del producto i en el momento t (tiempo).

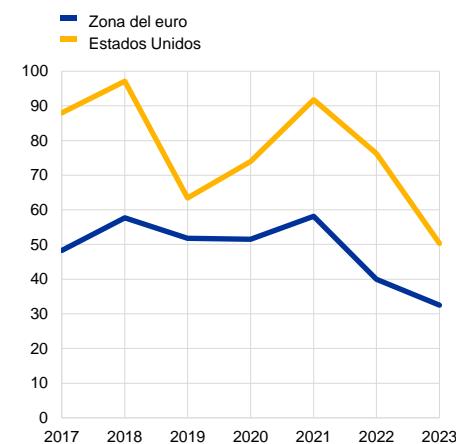
en ambas se observó un desplazamiento hacia países suministradores relativamente más caros (panel b del gráfico C). De hecho, desplazar las importaciones de un proveedor principal geopolíticamente distante a uno cercano en términos geopolíticos se asocia a un incremento mediano de los precios del 30 % en la zona del euro y del 40 % en Estados Unidos. Si el cambio se produce dentro de un grupo de países geopolíticamente cercanos, el impacto sobre los precios de importación es prácticamente neutral.

Gráfico C

Implicaciones para los precios de importación de las estrategias de reducción de riesgos de la zona del euro y de Estados Unidos

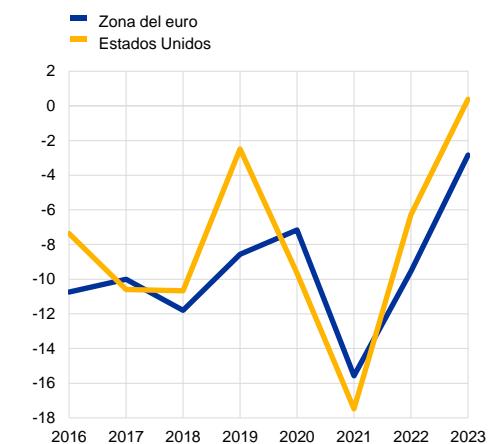
a) Entre flujos de países suministradores nuevos y preexistentes

(diferencias porcentuales, mediana de productos SA6)



b) Entre países suministradores en los que aumentaron las cuotas de importación y en los que no

(diferencias porcentuales, mediana de productos SA6)



Fuente: Trade Data Monitor.

Notas: El panel a muestra la diferencia de precio entre un producto procedente de nuevos países suministradores (es decir, un producto no importado del país en cuestión en el año anterior) y el mismo producto proveniente de países suministradores preexistentes (es decir, un producto ya importado del país en cuestión en el año anterior). Para evitar sesgos derivados de importadores ocasionales, solo se incluyen los productos procedentes de los países de los que se sigue importando en el año siguiente (excepto 2023). El panel b muestra la diferencia de precio entre un producto de los países suministradores en los que la cuota de mercado ha aumentado (en comparación con el año anterior) y el mismo producto de los suministradores en los que esa cuota ha disminuido o se ha estancado. «SA6» se refiere al nivel de seis dígitos de la clasificación del Sistema Armonizado de la Organización Mundial de Aduanas.

2

Evolución reciente de la productividad del trabajo por países y sectores en la zona del euro

António Dias da Silva, Antonella Fabrizio y Matthias Mohr

La confluencia de varias perturbaciones adversas ha contribuido a la disminución del crecimiento de la productividad en la zona del euro en los últimos cuatro años. La pandemia, junto con las disruptiones que se registraron en las cadenas globales de suministro y las subidas de los precios de la energía a partir de 2021 —que se vieron agudizadas por la guerra de Rusia en Ucrania—, han contribuido a la ralentización del avance de la productividad. Estos factores han afectado de forma especialmente significativa a la industria, al comercio mayorista y minorista, y a la construcción. En consecuencia, la dinámica de la productividad ha sido más débil que en el pasado, y la productividad media por persona ocupada ha descendido un 0,2 % por año, en promedio, desde el cuarto trimestre de 2019, frente a un aumento medio anual del 0,8 % antes de la pandemia. La tasa media de crecimiento de la productividad por hora desde el último trimestre de 2019 fue del 0,2 % anual, frente a un avance medio anual del 1,2 % con anterioridad a la pandemia. En el primer trimestre de 2024, la productividad por persona ocupada era un 0,7 % más baja que en el cuarto trimestre de 2019, y la productividad por hora trabajada había aumentado solo un 0,7 % (gráfico A).

Aunque la desaceleración de la productividad refleja factores cíclicos, es posible que también hayan influido factores estructurales¹. La productividad es inherentemente procíclica, ya que aumenta en los períodos de expansión y disminuye en las recesiones. En la zona del euro, las instituciones del mercado de trabajo y las preferencias sociales otorgan mayor prioridad a la protección del empleo que a la flexibilidad, como quedó reflejado, por ejemplo, en los programas de mantenimiento del empleo introducidos durante la pandemia². Sin embargo, aún no es posible valorar si el uso extendido de estos programas y los impactos del encarecimiento de la energía a partir de 2021 solo tendrán un efecto cíclico o si acrecentarán las debilidades estructurales existentes³.

Entre las cinco mayores economías de la zona del euro, Francia y España destacan como los países con el descenso y el incremento más acusados, respectivamente, de la productividad por hora trabajada. En Francia, el factor trabajo, en términos tanto de horas trabajadas como de personas ocupadas, aumentó a un ritmo que aproximadamente duplicó el del PIB, en parte como consecuencia del incremento de la oferta de contratos de aprendizaje. El hecho de que los aprendices nuevos sean, en promedio, menos productivos que los trabajadores con experiencia, puede haber contribuido a la pronunciada caída de la

¹ Véase O. Arce y D. Sondermann, «[Low for long? Reasons for the recent decline in productivity](#)», *The ECB Blog*, BCE, 6 de mayo de 2024.

² El porcentaje de empresas que atesoraron empleo fue significativamente elevado durante la pandemia y en el período posterior. Véase el recuadro titulado «[Atesoramiento de empleo en las empresas favorecido por el aumento de los márgenes empresariales](#)», *Boletín Económico*, número 4, BCE, 2024.

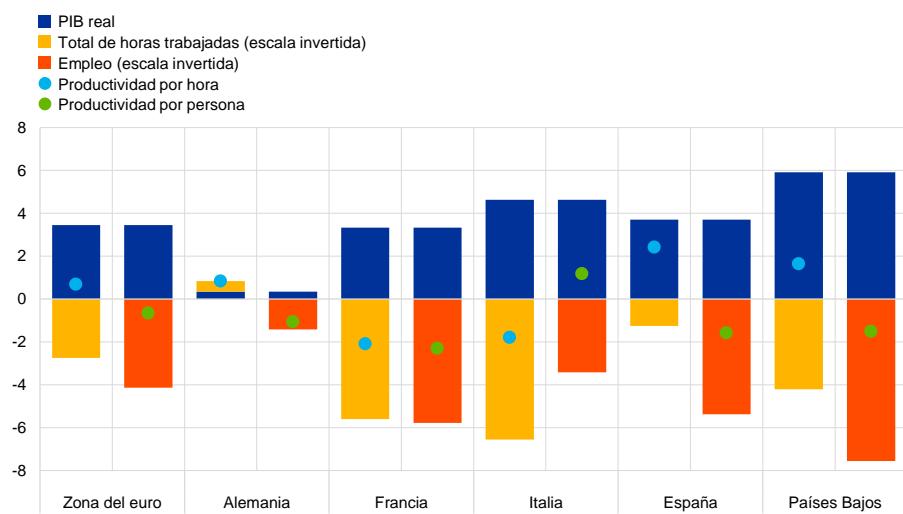
³ Véase, por ejemplo, el artículo titulado «[The slowdown in euro area productivity in a global context](#)», *Boletín Económico*, número 3, BCE, 2017.

productividad (gráfico A). España registró un sólido crecimiento de la productividad por hora trabajada, que en parte estuvo relacionado con un descenso acusado de las horas medias trabajadas, ya que el avance de la productividad por persona ocupada fue negativo. El crecimiento de la productividad por persona ocupada fue negativo en las cinco economías de mayor tamaño, salvo en Italia, donde el promedio de horas trabajadas aumentó de forma notable. Las diferencias sectoriales son fundamentales para explicar esta evolución. Por ejemplo, el sector de la construcción contribuyó al incremento de la productividad en Italia, mientras que tuvo un efecto adverso en las otras cuatro economías más grandes⁴. La aportación del sector público a la productividad por persona en esos cinco países fue negativa.

Gráfico A

Crecimiento de la productividad del trabajo por país

(variaciones porcentuales acumuladas IV TR 2019-I TR 2024)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

A escala de la zona del euro, la desaceleración del crecimiento de la productividad ha sido generalizada, aunque con diferencias entre sectores⁵. El sector de la construcción destaca al mostrar la mayor caída acumulada de la productividad en el período comprendido entre el cuarto trimestre de 2019 y el primer trimestre de 2024, debido a la disminución del valor añadido bruto y al fuerte avance del empleo y de las horas trabajadas (gráfico B). Conjuntamente, estos dos factores contribuyeron a un retroceso de la productividad del trabajo de alrededor del 8 % en este sector. En sectores más grandes, como el de comercio y transporte y el sector público, la productividad por persona se redujo, mientras que la productividad por hora prácticamente se estancó⁶. Los servicios de tecnologías de la

⁴ El sector de la construcción se benefició de un programa de apoyo fiscal introducido en 2020 para mitigar el impacto económico de la pandemia en los hogares y las empresas. El programa permitía a los propietarios de inmuebles residenciales aplicar una deducción fiscal de hasta el 110 % del coste de la reforma de sus viviendas bajo determinadas condiciones.

⁵ Para el análisis sectorial se utiliza el valor añadido bruto dividido por el empleo o las horas trabajadas, lo que arroja cifras ligeramente diferentes que cuando se emplea el PIB como numerador, como puede observarse en los gráficos A y B.

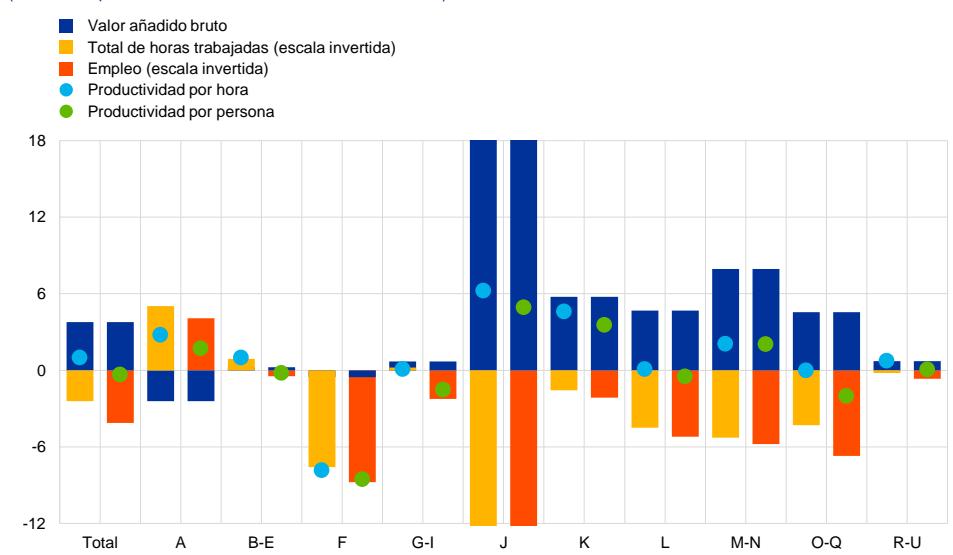
⁶ Los datos sobre la productividad de las actividades no de mercado se ven afectados principalmente por los costes laborales. Sin embargo, el aumento más pronunciado de la creación de empleo con respecto al valor añadido bruto lastró la productividad.

información y las comunicaciones registraron un aumento sustancial de la productividad, impulsado por el fuerte crecimiento del valor añadido bruto. Sin embargo, en comparación con la variación observada en los cuatro años anteriores a la pandemia (para utilizar un horizonte temporal similar), este sector experimentó la desaceleración más significativa del avance de la productividad, superado únicamente por la construcción. En algunos sectores, el período de cuatro años considerado consta de dos fases diferentes. Las manufacturas, por ejemplo, registraron un crecimiento acumulado del 3,7 % de la productividad por persona y del 5 % de la productividad por hora trabajada hasta mediados de 2022. Sin embargo, la perturbación de los precios energéticos contribuyó a que el avance de la productividad se tornase negativo, lo que supuso que, en comparación con el período anterior a la pandemia, el crecimiento acumulado pasó a ser negativo si se mide por persona y aumentó solo un 1 % si se calcula por hora trabajada. En los servicios intensivos en contacto, la productividad por persona y por hora trabajada se incrementaron un 0,3 % y un 0,7 %, respectivamente, entre el cuarto trimestre de 2019 y el segundo trimestre de 2022. Esta evolución fue seguida de una caída del 1,5 % de la productividad por persona y del 0,5 % de la productividad por hora trabajada entre el tercer trimestre de 2022 y el primer trimestre de 2024.

Gráfico B

Crecimiento de la productividad del trabajo por sector

(variaciones porcentuales acumuladas IV TR 2019-I TR 2024)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Los códigos de la NACE rev. 2 del eje de abscisas se refieren a los siguientes sectores económicos: Total: total de la economía; A: agricultura, silvicultura y pesca; B-E: industria; F: construcción, transporte y alojamiento; J: información y comunicaciones; K: actividades financieras y de seguros; L: actividades inmobiliarias; M-N: actividades profesionales, científicas, técnicas, administrativas y auxiliares; O-Q: actividades de servicio público; R-U: actividades artísticas, de entretenimiento, recreativas y otros servicios. Los datos relativos al sector de información y comunicaciones (J) se salen de la escala. Los valores reales son del 23,1 % para el valor añadido bruto, el 15,8 % para el total de horas trabajadas y el 17,3 % para el empleo.

El débil crecimiento de la productividad es el resultado de la disminución observada dentro de los sectores, más que de una reasignación intersectorial del empleo. La reasignación de trabajadores desde sectores de baja productividad a otros de alta productividad ha tenido un impacto positivo en la variación acumulada de la productividad desde el primer trimestre de 2020. Sin este efecto positivo, la productividad, tanto por hora trabajada (panel a del gráfico C) como por

persona ocupada (panel b del gráfico C), habría sido aún más baja. Sin embargo, este efecto positivo de la reasignación se vio superado por el impacto negativo de la pandemia y volvió a reducirse hasta situarse próximo a cero posteriormente. Hasta el primer trimestre de 2021, el peso de los servicios intensivos en contacto menos productivos descendió, mientras que el de sectores de alta productividad como la industria, las tecnologías de la información y las comunicaciones, y los servicios profesionales, aumentó y se mantuvo en un nivel más elevado durante la recuperación. Si se consideran las variaciones interanuales, el efecto de la reasignación revirtió desde mediados de 2021 hasta mediados de 2022, como reflejo de la dinámica de la reapertura, y después fue básicamente neutral. Por lo tanto, la pandemia no provocó un cambio estructural sustancial en la composición sectorial de la economía: en comparación con 2019, las cuotas sectoriales se han mantenido prácticamente estables, en términos tanto del total de horas trabajadas como del valor añadido.

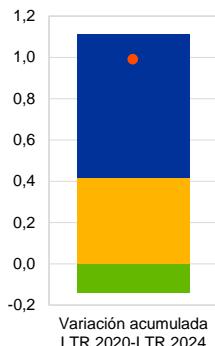
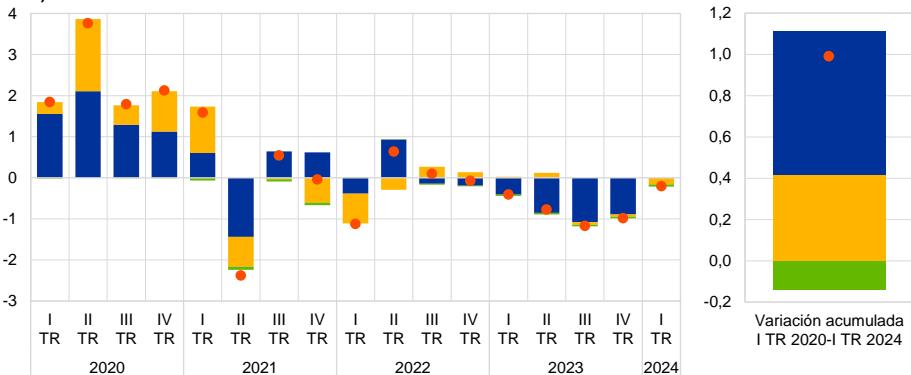
Gráfico C

Análisis *shift-share* de la evolución de la productividad

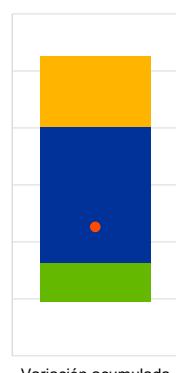
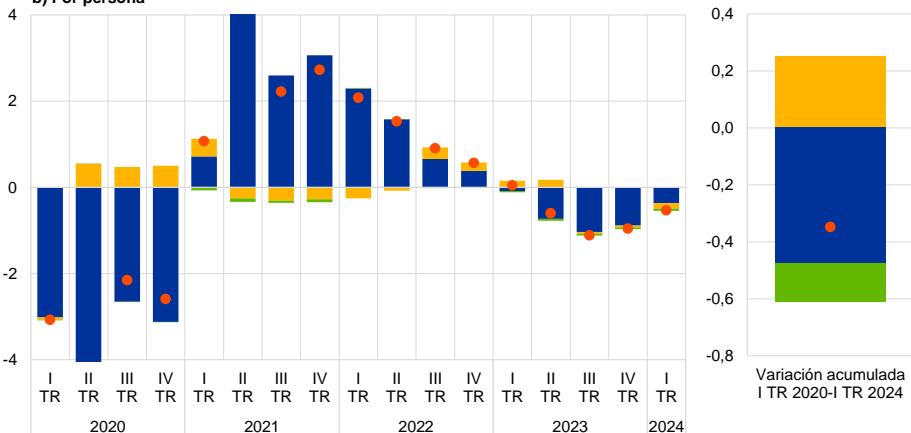
(tasas de variación interanual y acumuladas I TR 2020-I TR 2024)

- Intrasectorial
- Intersectorial
- Total
- Residuo

a) Por hora



b) Por persona



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: En el panel b), los datos correspondientes al segundo trimestre de 2020 y al segundo trimestre de 2021 se salen de la escala. En el segundo trimestre de 2020, el componente «intrasectorial» se situó en el -11,3 % y la variación total fue del -11,7 %. En el segundo trimestre de 2021, el componente «intrasectorial» se situó en el 12,2 % y la variación total fue del 11,7 %. El cálculo sigue el análisis *shift-share* de C. Denis, K. McMorrow y W. Röger, «An analysis of EU and US productivity developments (a total economy and industry level perspective)», *European Economy — Economic Papers*, n.º 208, Comisión Europea, julio de 2004, p. 78.

En conjunto, gran parte de la ralentización de la productividad es resultado de las perturbaciones adversas que han afectado al crecimiento del PIB. La pandemia y la perturbación de los precios de la energía han lastrado el PIB de la zona del euro, lo que ha dado lugar a un retroceso generalizado de la productividad, dada su naturaleza procíclica. El incremento de los márgenes de beneficios, junto con el descenso de los salarios reales, el fuerte crecimiento de la población activa y la disminución de las horas medias trabajadas, han contribuido a sostener el avance del empleo, al tiempo que han aumentado la prociclicidad⁷. A medida que algunos de estos factores vayan revirtiendo, dadas la reducción de los beneficios y las subidas de los salarios reales, cada vez será más difícil lograr mejoras adicionales

⁷ Véase O. Arce y D. Sondermann, *op. cit.*

del mercado de trabajo si no se ven respaldadas por un mayor crecimiento de la productividad.

3

¿Qué revelan las encuestas recientes sobre la inversión empresarial de la zona del euro en 2024?

Valerie Jarvis y Barbara Schirato

En este recuadro se analizan las perspectivas de la inversión empresarial de la zona del euro en 2024 según encuestas recientes realizadas por la Comisión Europea y el Banco Europeo de Inversiones. La inversión empresarial de la zona del euro se desaceleró considerablemente en 2023 a raíz de la pandemia, la crisis energética de 2022-2023 y el subsiguiente endurecimiento de las condiciones de financiación. Tras experimentar una fuerte contracción en el último trimestre de 2023, la inversión repuntó ligeramente en el primer trimestre de 2024. Las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de junio de 2024 apuntan a un débil crecimiento anual de la inversión en 2024, lo que coincide en líneas generales con los resultados de las encuestas.

La última encuesta de inversión de la Comisión Europea sugiere un crecimiento tenue de la inversión empresarial en 2024. La encuesta de inversión que lleva a cabo semestralmente la Comisión Europea, en la que se pregunta cualitativamente a las empresas acerca de sus planes de inversión para el año, permite realizar un seguimiento razonablemente acertado del crecimiento interanual de la inversión empresarial. La lectura de marzo/abril de 2024 sugiere que, en términos históricos (al margen de los períodos de crisis), las intenciones de inversión para 2024 son particularmente reducidas en las manufacturas, correspondiéndose los indicadores de saldo con niveles normalmente asociados a un estancamiento de la inversión empresarial de la zona del euro (gráfico A)¹. La encuesta Business Outlook Survey de S&P de marzo de 2024 también señalaba estas perspectivas sombrías, mientras que la encuesta de finales de 2023 de la Comisión había puesto de manifiesto previamente un acusado aumento del porcentaje de inversión destinada a reposición y racionalización en los últimos años^{2,3}. Al mismo tiempo, el porcentaje de inversión empresarial dedicada a expandir la capacidad productiva cayó hasta situarse tan solo en el 20 % en el sector manufacturero en 2023 —un mínimo histórico y una disminución de alrededor de 10 puntos porcentuales en comparación con las medias anteriores a la pandemia—, y se preveía un ligero descenso adicional para 2024 (gráfico B). Los porcentajes son similares en los servicios, pero no es posible realizar una

¹ Véase «European Economic Forecast (Spring 2024)», *Institutional Paper*, n.º 286, Comisión Europea, pp. 31-32.

² Véase «S&P Global Business Outlook», *News Release*, S&P, 12 de marzo de 2024, que señala que es probable que los planes de inversión sigan siendo moderados en los próximos doce meses.

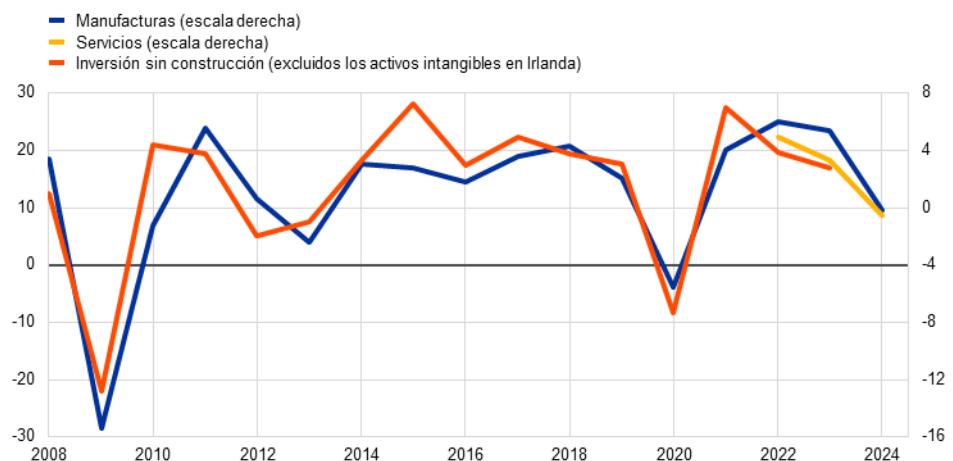
³ La encuesta de inversión llevada a cabo por la Comisión a finales de 2023 puso de manifiesto que, en el sector manufacturero, el gasto en reposición aumentó hasta el 36 % de la inversión total en 2023 (y se esperaba esta misma cifra en 2024), frente a alrededor del 30 % en los veinte años anteriores a la pandemia, mientras que la racionalización (destinada a optimizar la producción) representaba otro 25 % de la inversión total (como en 1999, tras haber seguido una tendencia a la baja en los años de la Unión Económica y Monetaria).

comparación histórica, ya que la encuesta a este sector no se puso en marcha hasta 2021.

Gráfico A

Intenciones de inversión empresarial e inversión sin construcción

(escala izquierda: indicadores de saldo; escala derecha: tasas de variación interanual)



Fuentes: Comisión Europea, Eurostat y cálculos del BCE.

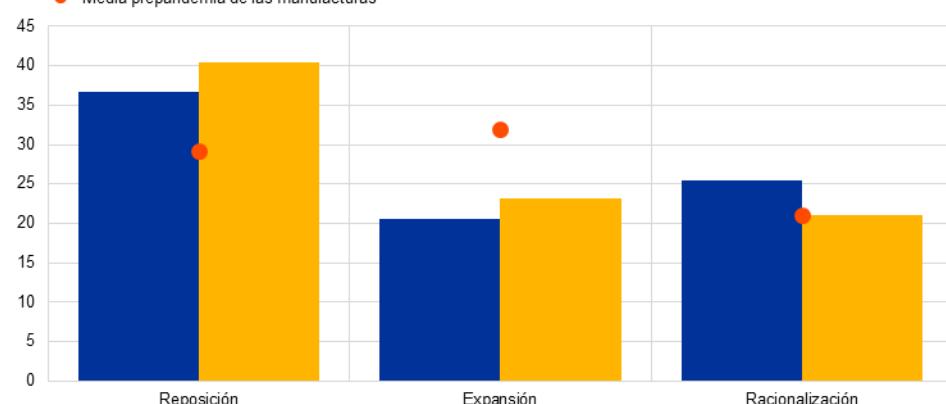
Notas: Intenciones de inversión utilizando las observaciones de la primavera de cada año. La inversión sin construcción excluye los activos intangibles irlandeses. Las últimas observaciones reflejan las intenciones de inversión en marzo/abril de 2024 para 2024 y la inversión sin construcción hasta 2023.

Gráfico B

Finalidad de la inversión por sector

(porcentaje de encuestados)

- Manufacturas
- Servicios
- Media prepandemia de las manufacturas



Fuentes: Comisión Europea y cálculos del BCE.

Notas: Las medias solo están disponibles para las manufacturas (la encuesta sobre los servicios no se puso en marcha hasta 2021). Las últimas observaciones corresponden a 2023 (datos obtenidos de la encuesta de inversión de la Comisión de octubre/noviembre de 2023).

El agregado de la zona del euro oculta una disparidad considerable entre países y sectores.

Las medias de la zona del euro de la Comisión enmascaran diferencias considerables entre países; por ejemplo, las intenciones de inversión suelen ser más positivas —y se han revisado al alza desde finales de 2023— en las economías meridionales y en algunos de los países más nuevos de la zona del euro. Aunque las recientes perturbaciones económicas adversas tuvieron un

impacto menos negativo en los países con un sector de servicios de mayor tamaño, es posible que los fondos *Next Generation EU* desembolsados recientemente ya estén jugando un papel más destacado en la inversión de las economías del sur de la zona del euro (panel a del gráfico C)⁴. La variación entre sectores también es considerable tanto en las manufacturas como en los servicios, aunque las primeras muestran en general una revisión a la baja en las intenciones de inversión para 2024 desde la encuesta de finales de 2023, mientras que el patrón sigue siendo más heterogéneo en los servicios (panel b del gráfico C).

⁴ Es probable que las recientes perturbaciones hayan tenido efectos diferentes en los distintos países y sectores. Por ejemplo, la pandemia afectó duramente a los servicios (especialmente a aquellos que están orientados al consumo), mientras que la perturbación energética y los crecientes riesgos geopolíticos desde el inicio de la década habrían tenido un impacto más adverso en las manufacturas.

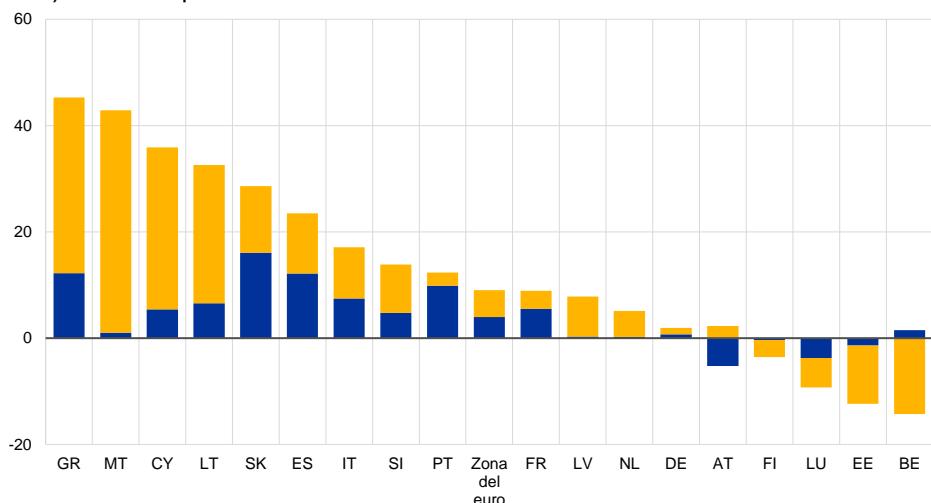
Gráfico C

Variación entre países y entre sectores de las intenciones de inversión

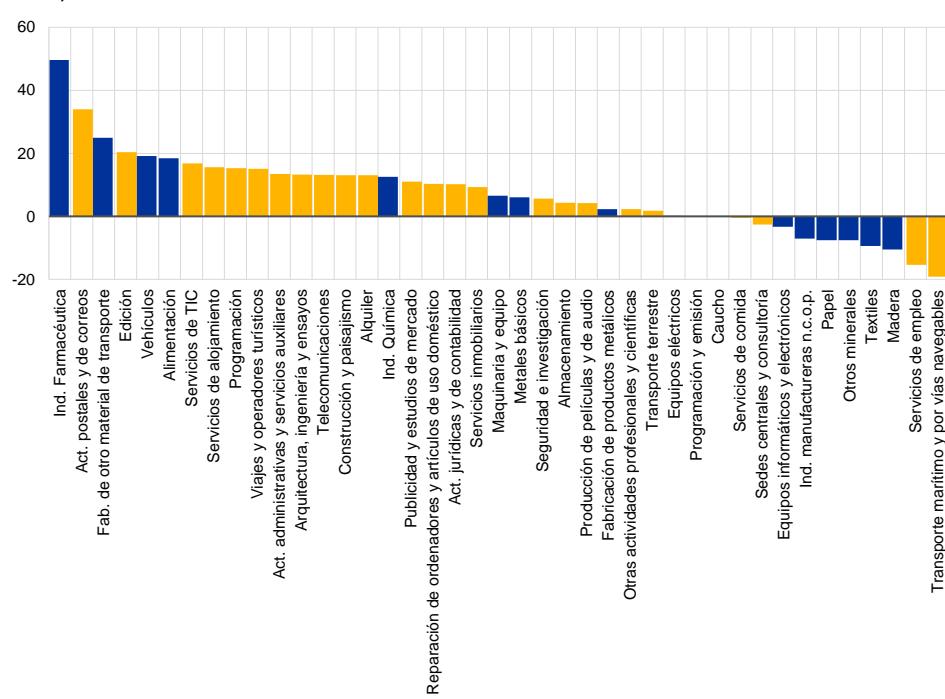
(indicadores de saldo)

- █ Manufacturas
- █ Servicios

a) Variación entre países



b) Variación entre sectores



Fuentes: Comisión Europea, Eurostat y cálculos del BCE.

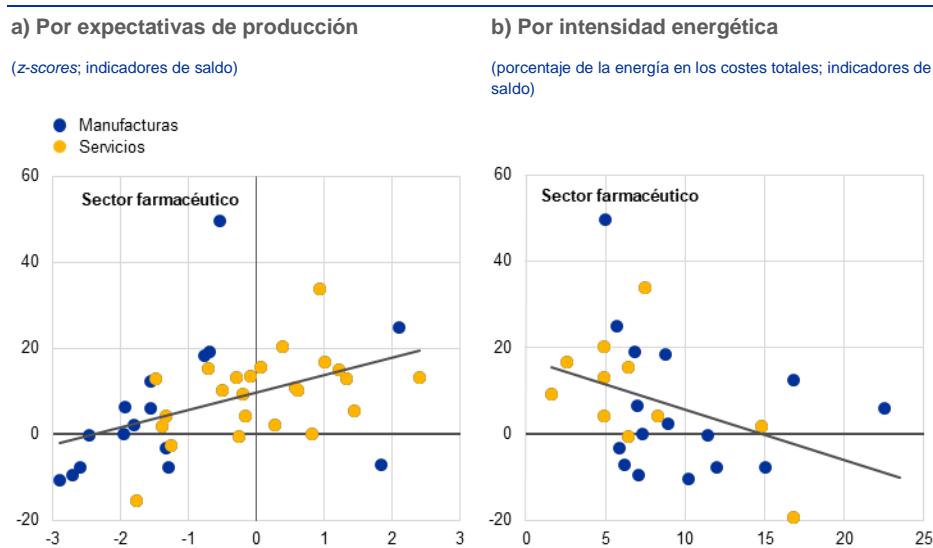
Notas: Panel a: Países clasificados de mayor a menor en intenciones de inversión empresarial en 2024, agregadas ponderando las intenciones de inversión en manufacturas y en servicios privados por el peso correspondiente al país en la inversión sin construcción de ese país. Irlanda y Hungría no se muestran en el gráfico debido a las limitaciones de los datos. Panel b: Sectores clasificados de mayor a menor en intenciones de inversión en 2024. Las últimas observaciones reflejan los resultados de la encuesta de inversión de la Comisión de marzo/abril de 2024.

Las intenciones de inversión para 2024 son mayores en los sectores con expectativas de producción más elevadas y menores en los sectores más

intensivos en el uso de energía. Las intenciones de inversión tienden a ser mayores en los sectores con expectativas de producción más altas (como muestran la fortaleza de los nuevos pedidos, el aumento de las tasas de utilización de la capacidad productiva y el incremento de las necesidades de espacio y de equipo a nivel del sector específico). En este contexto, los servicios suelen afrontar perspectivas mucho más halagüeñas que las manufacturas, con la excepción del sector farmacéutico (panel a del gráfico D). Tras la crisis energética de 2022-2023, es probable que la intensidad energética siga influyendo en las decisiones de inversión durante algún tiempo. Esto se desprende también del último informe de la encuesta de inversión del Banco Europeo de Inversiones (EIBIS 2023), en el que los costes de la energía encabezaron la lista de barreras a la inversión a largo plazo en Europa⁵. El panel b del gráfico D presenta una correlación negativa entre las intenciones de inversión y la intensidad energética por sectores, un comovimiento que se ha intensificado notablemente desde el inicio de la crisis energética en 2022. Aunque es probable que la reciente crisis siga requiriendo inversiones adicionales para reducir la dependencia energética en muchos sectores, parece que las consideraciones de viabilidad a más largo plazo están frenando cada vez más la inversión en aquellos sectores en los que los costes de la energía superan en torno al 10 % de los costes totales.

Gráfico D

Intenciones de inversión por expectativas de producción e intensidad energética



Fuentes: Comisión Europea, OCDE y cálculos del BCE.

Notas: Panel a: Intenciones de inversión de la zona del euro para 2024 en comparación con 2023; expectativas de producción calculadas como la media de cuatro trimestres de nuevos pedidos en las manufacturas y la demanda esperada en los próximos tres meses en los servicios, todas en relación con sus medias previas a la pandemia y sus desviaciones típicas. Las líneas de regresión de ambos gráficos se refieren a todos los sectores. Panel b: Intensidad energética calculada utilizando las matrices *input-output* de Trade in Value Added (TiVA) de la OCDE (véase el recuadro titulado «Dependencia del gas natural y riesgos para la actividad de la zona del euro», Boletín Económico, número 1, BCE, 2022). Las últimas observaciones se han obtenido de la encuesta de inversión de la Comisión de marzo/abril de 2024 para el segundo trimestre de 2024 para las expectativas de producción y de los datos de 2021 para la intensidad energética.

Ante la serie de perturbaciones observadas desde el inicio de la década, algunas inversiones empresariales se orientan cada vez más hacia la

⁵ Véase «Investment Report 2023/2024: Transforming for competitiveness», Banco Europeo de Inversiones, 2024.

transición a una economía más verde y más eficiente energéticamente, aunque se necesitará inversión adicional para cumplir los objetivos de la UE en el futuro. El informe de la EIBIS 2023 señala un notable aumento del porcentaje de empresas europeas que invierten en eficiencia energética en los últimos años y un fuerte incremento del uso de tecnologías digitales en toda Europa desde la pandemia (aunque todavía existen déficits considerables con respecto a Estados Unidos en el porcentaje de empresas que utilizan la inteligencia artificial (IA) y el *big data* y en la obtención de patentes relacionadas con tecnologías avanzadas)⁶. Mientras tanto, la última encuesta de la Comisión sugiere que se necesitarán tasas de inversión mucho más elevadas —equivalentes a una inversión anual adicional de al menos el 1,5 % del PIB de la UE en comparación con la década de 2011 a 2020— para cumplir los objetivos de neutralidad de carbono a más largo plazo de la UE⁷. Las necesidades actuales en estas áreas ofrecen más margen para aumentar la inversión empresarial en el futuro.

⁶ El Banco Europeo de Inversiones observa un marcado aumento del porcentaje de empresas de la UE que invierten en eficiencia energética (hasta el 51 % en 2023, frente al 37 % en 2021) y un incremento significativo (hasta el 70 %) del porcentaje de empresas que declaran utilizar «al menos una tecnología digital avanzada» durante el mismo período (*ibid.*, p. 6). Sin embargo, el mismo informe también señala que, si bien las empresas de la UE siguen desempeñando un papel de liderazgo a escala mundial en la adopción de tecnologías verdes, reforzado en parte por los fondos públicos, continúa existiendo un importante déficit con respecto a Estados Unidos en el porcentaje de empresas que utilizan la IA y el *big data*, y que China y Estados Unidos ya obtienen cada año el doble de patentes para tecnologías digitales (*ibid.*, p. 11).

⁷ Véanse «Asegurar nuestro futuro: el objetivo climático de Europa para 2040 y el camino hacia la neutralidad climática de aquí a 2050 mediante la construcción de una sociedad sostenible, justa y próspera», Comisión Europea, 2024, p. 29; el recuadro titulado «Massive investment needs to meet EU green and digital targets», *Financial Integration and Structure in the euro area*, BCE, 2024, y F. Elderson, «Know thyself – avoiding policy mistakes in light of the prevailing climate science», discurso pronunciado en el Delphi Economic Forum IX, 2024, sobre el riesgo de que aún se necesiten más recursos, dado el ritmo actual del calentamiento global.

4

Resultados principales de los contactos recientes del BCE con sociedades no financieras

Catherine Elding, Richard Morris y Moreno Roma

En este recuadro se resumen los resultados de los contactos recientes entre el BCE y representantes de 62 grandes sociedades no financieras que operan en la zona del euro. Los intercambios tuvieron lugar entre el 17 y el 26 de junio de 2024¹.

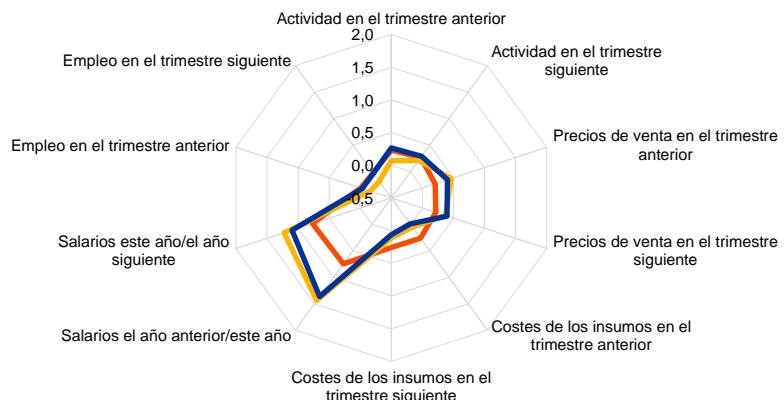
Los contactos señalaron un repunte gradual de la actividad en el segundo trimestre del año, en un entorno de señales crecientes de una recuperación moderada impulsada por el consumo (gráfico A y panel a del gráfico B). Los servicios seguían liderando el crecimiento, pero la actividad manufacturera estaba llegando a un punto de inflexión y la construcción mostraba los primeros signos de estabilización. No obstante, las perspectivas de inversión continuaban siendo contenidas y la incertidumbre permanecía en niveles elevados. El crecimiento en la zona del euro todavía iba la zaga del de Estados Unidos y Asia, pero los contactos también mencionaron un avance más débil de lo esperado en China y sus consecuencias para los precios y la competencia mundiales. En la zona del euro, el crecimiento en el sur de Europa seguía superando al del norte del continente.

Gráfico A

Resumen de opiniones sobre actividad, empleo, precios y costes

(medias de las puntuaciones de los expertos del BCE)

- Encuesta actual
- Encuesta anterior
- Media histórica



Fuente: BCE.

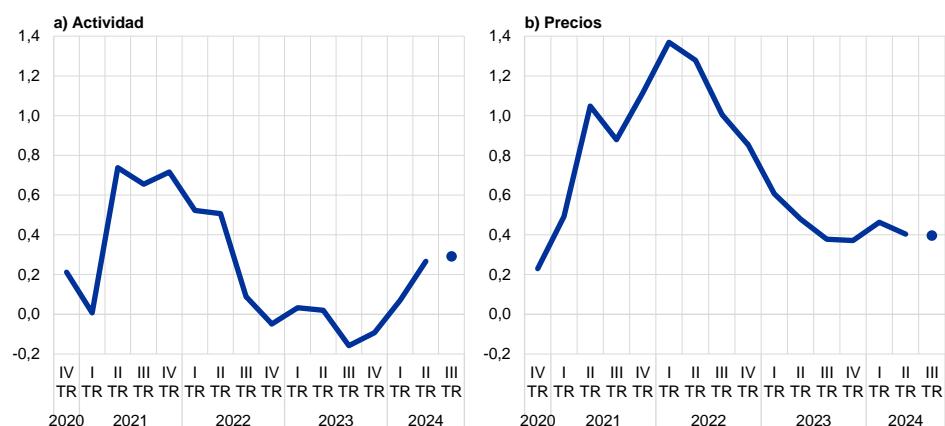
Notas: Las puntuaciones que se muestran son la media de las puntuaciones dadas por los expertos del BCE en su valoración de lo manifestado por los contactos sobre la evolución intertrimestral de la actividad (ventas, producción y pedidos), los costes de los insumos (materiales, energía, transporte, etc.) y los precios de venta, y sobre la evolución interanual de los salarios. Las puntuaciones van desde -2 (disminución significativa) hasta +2 (aumento significativo). Una puntuación de 0 indicaría que no ha habido variación. En la encuesta actual, el trimestre anterior y el trimestre siguiente se refieren al segundo y tercer trimestre de 2024, respectivamente, mientras que en la encuesta anterior estos corresponden al primero y segundo trimestre de 2024. Las conversaciones con los contactos que se llevan a cabo en enero y en marzo/abril en relación con la evolución salarial se centran normalmente en las perspectivas para el año en curso con respecto a las del año anterior, mientras que las conversaciones que tienen lugar en junio/julio y en septiembre/octubre ponen el foco en las perspectivas para el año siguiente en comparación con el año en curso. La media histórica refleja una media de las puntuaciones recopiladas utilizando resúmenes de contactos anteriores que se remontan a 2008.

¹ Para más información sobre la naturaleza y el propósito de estos contactos, véase el artículo titulado «The ECB's dialogue with non-financial companies», Boletín Económico, número 1, BCE, 2021.

Gráfico B

Variación de las opiniones sobre la evolución y las perspectivas relativas a la actividad y los precios

(medias de las puntuaciones de los expertos del BCE)



Fuente: BCE.

Notas: Las puntuaciones que se muestran son la media de las puntuaciones dadas por los expertos del BCE en su valoración de lo manifestado por los contactos sobre la evolución intertrimestral de la actividad (ventas, producción y pedidos) y de los precios de venta. Las puntuaciones van desde -2 (disminución significativa) hasta +2 (aumento significativo). Una puntuación de 0 indicaría que no ha habido variación. El punto representa las expectativas para el trimestre siguiente.

Poco a poco, los contactos iban adquiriendo más confianza en que iba tomando forma una recuperación impulsada por el consumo, aunque desigual y modesta. La mayor parte de los contactos del comercio minorista indicaron que la actividad —incluidas, sobre todo, las ventas de ropa y de productos de electrónica de consumo— se mantenía estable o estaba aumentando. Las ventas de electrodomésticos seguían contrayéndose o justo empezaban a recuperarse con lentitud, pero un número creciente de contactos señalaron que esto se debía a la persistente debilidad de la actividad constructora residencial. La mayoría de los contactos del sector de bienes intermedios manifestaron que la actividad se mantenía estable o avanzaba de forma moderada e interpretaban, cada vez más, que ello reflejaba una mejora de la dinámica del consumo y no solo la finalización del prolongado ciclo de desacumulación de existencias que había caracterizado gran parte del año pasado. En los servicios de consumo, la actividad seguía expandiéndose de forma sostenida, aunque el crecimiento de los viajes y el turismo se veía limitado por las restricciones de oferta y por la mayor sensibilidad a los precios por parte de los consumidores.

Las perspectivas de inversión continuaban siendo débiles. Los contactos de empresas del sector de bienes de equipo señalaron que la demanda seguía disminuyendo. Afirieron, en particular, que la inversión se estaba viendo frenada por la persistencia de la incertidumbre en torno a la transición ecológica. Un ejemplo de ello era el sector automovilístico, en el que el crecimiento de las ventas de vehículos eléctricos se había moderado tras la retirada de la mayoría de las subvenciones públicas, lo que se tradujo en una caída de la inversión en la cadena de suministro relacionada. La reducción observada en sectores intensivos en energía también lastró la demanda de inversión. Los contactos manifestaron que la actividad de la construcción se estaba contrayendo o estaba llegando a un nivel

mínimo, y que seguía viéndose afectada por el efecto combinado de unos tipos de interés más elevados y por el aumento de los costes de los insumos. Con todo, se apreciaban señales más alentadoras procedentes del sector inmobiliario, en el que las transacciones en el mercado de viviendas de segunda mano estaban empezando a recuperarse. Al mismo tiempo, la inversión en infraestructuras y servicios digitales (incluidos centros de datos, tecnología de redes 5G, inteligencia artificial, computación en la nube y ciberseguridad) seguía creciendo con fuerza y se mantenía como un importante motor del crecimiento de la actividad de los servicios empresariales.

En general, el clima empresarial continuaba siendo relativamente heterogéneo, en un contexto de persistencia de la incertidumbre. Además de mencionar la incertidumbre regulatoria, así como el aumento de la carga burocrática relacionada con la transición ecológica, los contactos expresaron una creciente preocupación por las relaciones comerciales entre la UE y China, así como por la situación política tras las elecciones al Parlamento Europeo. Esto contrarrestó, en cierta medida, el apoyo que se esperaba que la recuperación de los salarios reales y la relajación de la política monetaria prestaran al crecimiento.

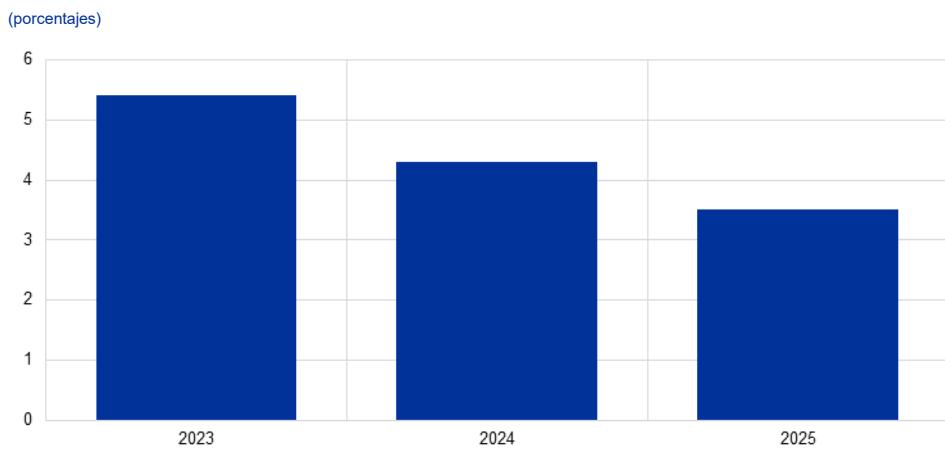
Los contactos señalaron unas perspectivas de empleo básicamente estables, lo que supone una ligera mejora en relación con encuestas recientes. Lo más destacable a este respecto fueron las respuestas de los contactos de las agencias de empleo, que indicaron que las contrataciones estaban próximas a alcanzar un punto de inflexión o a aumentar de nuevo tras varios trimestres en los que gran parte de la actividad se había contraído. Aunque los contactos de los sectores de servicios describieron, en general, unas perspectivas de empleo estables o una mejora de dichas perspectivas, la tendencia observada en las manufacturas aún era, en promedio, ligeramente negativa. Muchos contactos hicieron hincapié en los esfuerzos por elevar la productividad a través de la inversión en digitalización o inteligencia artificial, en respuesta, bien al crecimiento de los salarios, bien a la escasez de mano de obra y de personal cualificado.

Los contactos señalaron un crecimiento moderado de los precios agregados y esperaban que esta dinámica continuara en el trimestre siguiente, con un avance de los precios que seguía siendo más intenso en los servicios que en la industria (gráfico A y panel b del gráfico B). El incremento más acusado de los precios seguía correspondiendo a los sectores de servicios empresariales y de consumo, y se veía impulsado por los salarios y por la creciente demanda. En el sector de servicios de transporte, el desvío de buques para evitar la zona del mar Rojo estaba contribuyendo a una subida de las tarifas de flete, ya que la capacidad se redujo *de facto* y los clientes adelantaron sus pedidos para compensar los plazos de entrega más largos (lo que también elevó los costes de las existencias). En cambio, en el caso de los servicios de turismo y viajes, los contactos afirmaron que los consumidores se estaban volviendo más sensibles a los precios y que, en consecuencia, ya se estaban produciendo algunas presiones a la baja sobre los precios de los billetes de avión y el margen para nuevos aumentos de los de los hoteles se estaba reduciendo. Los contactos del sector minorista, en el que la competencia era fuerte y los clientes seguían siendo sensibles a los precios,

tendieron a indicar que los precios se habían mantenido estables o habían disminuido ligeramente, así como que se estaban produciendo presiones sobre los márgenes. La gran mayoría de los contactos del sector de manufacturas señalaron que los precios se habían mantenido prácticamente estables o habían aumentado levemente. En algunos sectores de bienes intermedios, como los de productos químicos y envases y embalajes, los precios se habían estabilizado o estaban empezando a subir, tras haber caído anteriormente hasta niveles muy bajos. En cambio, los precios de los vehículos de motor estaban sometidos a mayores presiones a la baja. Los contactos del sector manufacturero manifestaron que los costes de los materiales y la energía habían continuado siendo relativamente estables, lo que, en la mayoría de los casos, también implicaba unos márgenes bastante estables. Un factor que contribuyó a moderar los precios y los costes de este sector fue la debilidad de la demanda interna en China, que ayudó a contener los precios internacionales de las materias primas e incrementó la competencia de las importaciones.

Los contactos esperaban que el crecimiento de los salarios continuara moderándose de forma gradual el próximo año, aunque, hasta cierto punto, aún compensaría la inflación pasada (gráfico C). Si se considera una media simple de las indicaciones cuantitativas proporcionadas, los contactos esperaban que el avance de los salarios se ralentizara desde el 5,4 % en 2023 hasta el 4,3 % en 2024, y que siguieran desacelerándose hasta el 3,5 % en 2025. Si bien la caída de la inflación general hizo que muchos contactos anticiparan que el próximo año el crecimiento salarial sería más acorde con las regularidades históricas, otros afirmaron que los sindicatos continuaban tratando de lograr fuertes incrementos salariales para compensar la inflación pasada. En este contexto, el crecimiento previsto de los salarios para 2025 también dependía del calendario y la magnitud de las subidas salariales que ya se habían acordado.

Gráfico C
Valoración cuantitativa del crecimiento de los salarios



Fuente: BCE.

Notas: Medias de las percepciones de los contactos sobre el crecimiento salarial en su sector en 2023 y 2024, y de sus expectativas para 2025. Las medias correspondientes a 2023 y 2024 se basan en las indicaciones de 57 contactos y la media para 2025 en las indicaciones de 47 contactos

5

La dinámica de los diferenciales de inflación en la zona del euro

Anastasia Allayioti y Anna Beschin

El repunte de la inflación de la zona del euro en 2021 y 2022 llevó aparejado un aumento considerable de la dispersión de la inflación entre países. La persistencia de divergencias de inflación entre los países de la zona del euro puede tener implicaciones para la transmisión de la política monetaria única. Por tanto, el BCE realiza un seguimiento de la evolución y de la naturaleza de los diferenciales de inflación. En este recuadro se analiza esta cuestión con el foco puesto en la reciente escalada de la inflación.

La mayor parte de la dispersión de las tasas de inflación general tras la pandemia y la invasión de Ucrania por parte de Rusia se ha revertido. Después de registrar tasas reducidas e incluso negativas durante la pandemia, la inflación comenzó a repuntar en 2021 y los diferenciales entre los países de la zona del euro empezaron a aumentar (gráfico A)¹. Al final de 2022, los diferenciales habían crecido hasta alcanzar máximos históricos, superando los picos observados durante la crisis financiera mundial de 2007-2008. Cuando la inflación general llegó a un máximo del 10,6 % en octubre de 2022, las tasas de inflación oscilaban entre el 7,1 % en Francia y el 22,5 % en Estonia. Gran parte de la dispersión medida en términos de desviaciones típicas se debía a países de la zona del euro de menor tamaño y, en particular, a los países bálticos. Si se ponderan los resultados de las desviaciones típicas con los pesos relativos de los países en el Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) (véase la línea de color rojo del panel b del gráfico A), se reduce la dispersión medida, pero también se pone de relieve lo excepcionales que fueron estas variaciones recientes desde una perspectiva histórica. La evolución observada entre finales de 2022 y junio de 2024 implica una reversión fuerte y casi simétrica de la dispersión, aunque algunas fluctuaciones recientes la han situado ligeramente por encima de los niveles anteriores a la pandemia. La significativa reversión general implica que este patrón de dispersión es de naturaleza transitoria, más que persistente, y muestra asimismo que los descensos más pronunciados de las tasas de inflación se registraron en aquellos países que habían experimentado las mayores subidas anteriormente.

¹ Los diferenciales entre los distintos países en los años analizados se calculan sobre la base de la composición de la zona del euro en un momento determinado.

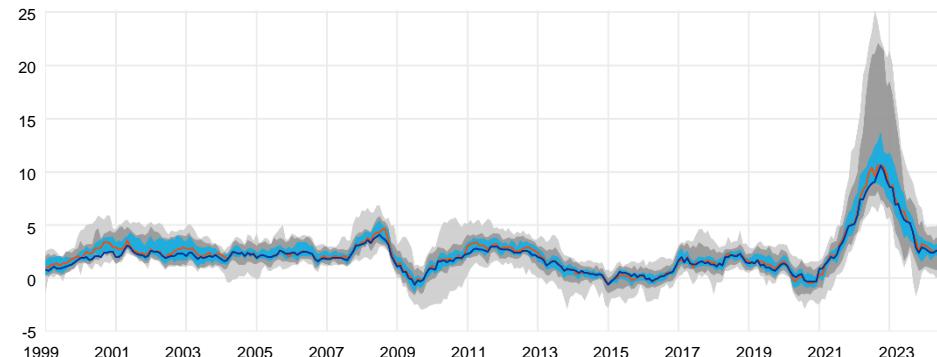
Gráfico A

Diferenciales de inflación general

a) Rango de la inflación medida por el IAPC

(tasas de variación interanual)

- Inflación medida por el IAPC de la zona del euro
- Mediana
- Rango mínimo-máximo
- Rango intercuartílico
- Rango de percentiles 10-90



b) Desviaciones típicas del IAPC

(desviaciones típicas)

- IAPC – desviación típica no ponderada
- IAPC – desviación típica ponderada



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

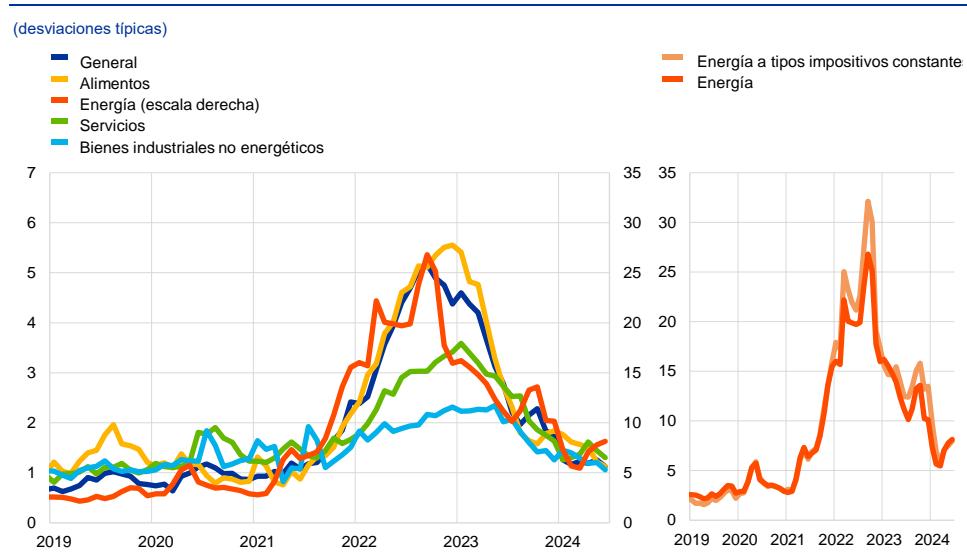
Notas: Las últimas observaciones corresponden a junio de 2024. En el panel b, la desviación típica ponderada se calcula teniendo en cuenta los pesos de los países (gasto en consumo monetario final de los hogares) dentro de la zona del euro.

Los precios de la energía y de los alimentos desempeñaron un papel significativo en esta reciente dispersión de las tasas de inflación general. La pandemia y la guerra en Ucrania dieron lugar a una combinación singular de perturbaciones comunes que afectaron a los países de la zona del euro. La inflación se incrementó de manera acusada como consecuencia de los cuellos de botella en la oferta, de los efectos de la reapertura tras la pandemia y de las fuertes subidas de los precios de las materias primas energéticas y alimenticias. Aunque los tipos de perturbación fueron los mismos en todos los países de la zona del euro, la posterior dispersión de las tasas de inflación nacionales implica distintos grados de exposición a dichas perturbaciones y diferentes impactos económicos derivados de ellas. La dispersión viene determinada por las disparidades en las estructuras económicas, los mecanismos de ajuste y las respuestas de la política económica. Por ejemplo, los países en los que la energía y los alimentos tienen un mayor peso

en la cesta del IAPC, en principio, se ven más afectados por una perturbación común en los precios de las materias primas subyacentes. Por consiguiente, las divergencias en la tasa de variación de los precios de la energía y de los alimentos explican la mayor parte de la dispersión de la inflación general (panel a del gráfico B). En el caso de la inflación de la energía, esto se debió, en parte, a diferencias en los *mix* energéticos (por ejemplo, en los combustibles, el gas y la electricidad, que son los que más contribuyen al componente energético del IAPC), en las modalidades de contratación y los patrones de consumo, en los enfoques regulatorios y en las medidas de apoyo público de los distintos países². La dispersión de las tasas de variación de los precios de la energía en torno al pico de inflación es mayor cuando se calcula a partir del componente energético del IAPC a tipos impositivos constantes (panel b del gráfico B), lo que indica un impacto moderador de las medidas públicas³. La dispersión de la inflación de los alimentos alcanzó un máximo más tarde que la de la inflación energética, pero desde entonces se ha reducido sustancialmente, lo que refleja también, como en el caso de la energía, la tendencia a la baja de los precios internacionales de las materias primas desde mediados de 2022.

Gráfico B

Dispersión de la inflación general y sus componentes entre los países de la zona del euro



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a junio de 2024.

² La introducción y eventual retirada de medidas fiscales destinadas a compensar el encarecimiento de la energía y la inflación no han sido homogéneas entre países. Más recientemente, entre los cambios observados en los cinco países más grandes de la zona del euro se incluyen la finalización de las rebajas del IVA de distintos componentes energéticos (Alemania, España e Italia), la reversión de las reducciones de los impuestos especiales y de los cargos de servicio (España, Italia y Países Bajos), la eliminación de la limitación del incremento de los precios regulados del gas (España) y una disminución de las medidas de apoyo relativistas al escudo tarifario sobre la electricidad (Francia).

³ Es probable que el impacto de los impuestos indirectos subestime el efecto global de las medidas públicas sobre los diferenciales de la inflación de la energía, ya que algunas medidas adoptaron la forma de subvenciones a los hogares o precios regulados (y también de topes a los precios).

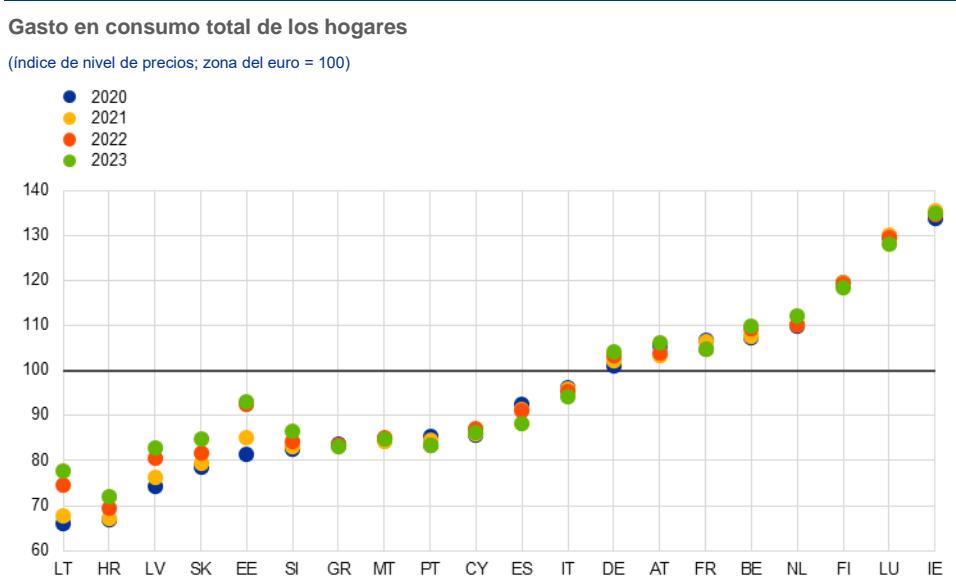
La dispersión de los subcomponentes de la inflación subyacente (bienes y servicios) también ha sido considerable entre países (panel a del gráfico B). Es probable que estas divergencias se expliquen por las diferentes velocidades a las que se ha producido la reapertura y las distintas exposiciones a las disruptiones en el suministro tras la pandemia. Otro factor puede haber sido la heterogeneidad de los efectos indirectos causados por los elevados costes de la energía. La dispersión de la tasa de variación de los precios de los bienes industriales no energéticos ha sido sistemáticamente la más baja de todos los subcomponentes del IAPC desde mediados de 2021. Esto puede deberse a que este subcomponente refleja los precios de los bienes comercializados internacionalmente, de modo que los determinantes de la dispersión son más homogéneos entre países. En comparación, la dispersión de la inflación en los servicios fue visiblemente mayor. Es probable que esto refleje la evolución dispar de muchos de sus componentes, como turismo y viajes, alquileres y algunos precios administrados, a causa, por ejemplo, de efectos indirectos heterogéneos de los precios de la energía o de los alimentos, y de los diferentes pesos en los distintos países. En junio de 2024, la dispersión de la tasa de variación tanto de los precios de los bienes industriales no energéticos como de los servicios había retorna a los niveles anteriores a la pandemia. Mientras que en el caso de los bienes esto ha supuesto tasas de inflación más alineadas en torno a las medias históricas, en los servicios las tasas se han alineado en torno a un nivel todavía elevado. Por tanto, una reducción de la dispersión sería compatible con la idea de que, en los distintos países, la persistencia de la inflación de los servicios viene determinada por factores comunes.

En conjunto, los elevados diferenciales de inflación observados durante el período de escalada inflacionista no provocaron cambios sustanciales en los niveles generales de precios relativos en los distintos países. Si bien el repunte de la inflación y su reversión en los últimos años no han tenido un impacto duradero en los diferenciales de inflación, no se descartan implicaciones más persistentes para los niveles de precios y el coste de la vida relativos de cada país y, en última instancia, para la competitividad relativa de algunos países frente a sus homólogos de la zona del euro. Un indicador importante para este tipo de evaluación es el índice de nivel de precios (PLI, por sus siglas en inglés) publicado por Eurostat⁴. Si el análisis se centra en los años transcurridos desde 2020 y en las fuertes fluctuaciones registradas por la inflación, parece que el repunte inflacionista no ha generado cambios sustanciales en los niveles de precios relativos en la mayoría de los países (gráfico C). Sin embargo, se observan incrementos considerables en algunos de los más pequeños, como en los países bálticos entre 2021 y 2023, cuando el coste de la vida experimentó un ajuste al alza en relación con el nivel de precios del conjunto de la zona del euro. Este ajuste alcista continuó aumentando ligeramente en 2023, aunque la dispersión de la inflación ya estaba disminuyendo. También se observan ajustes al alza, aunque de menor magnitud, en los otros

⁴ Los PLI se publican con un desfase. Los últimos datos disponibles corresponden a 2023 y se publicaron en junio de 2024. Para los países de la zona del euro (que comparten el mismo tipo de cambio), los PLI miden la diferencia entre países en los niveles de precios de la misma cesta de bienes o servicios. La media se indexa a 100: si el PLI es superior a 100, el país en cuestión es relativamente caro en comparación con la zona del euro, pero si el valor del índice es inferior a 100, el país es relativamente barato. Para consultar información acerca de la metodología, véase la página sobre [paridades del poder adquisitivo](#) en el sitio web de Eurostat.

países de Europa Central y Oriental, Croacia, Eslovenia y Eslovaquia⁵. Por lo que respecta a los países más grandes de la zona del euro, la evolución de la inflación apenas influyó en el nivel de precios relativos, que aumentó levemente en Alemania y en los Países Bajos, pero registró un ligero descenso en España, Francia e Italia. En muchas economías, la energía y los alimentos tuvieron el efecto contrario en el movimiento del nivel general de precios relativos entre 2021 y 2023, pero en los países bálticos ambos componentes actuaron en el mismo sentido ascendente (gráfico D). En el caso de Francia, tanto la energía como los alimentos contribuyeron a una caída del nivel general de precios relativos en comparación con el de la zona del euro.

Gráfico C
Niveles de precios comparativos en la zona del euro



Fuente: Eurostat.

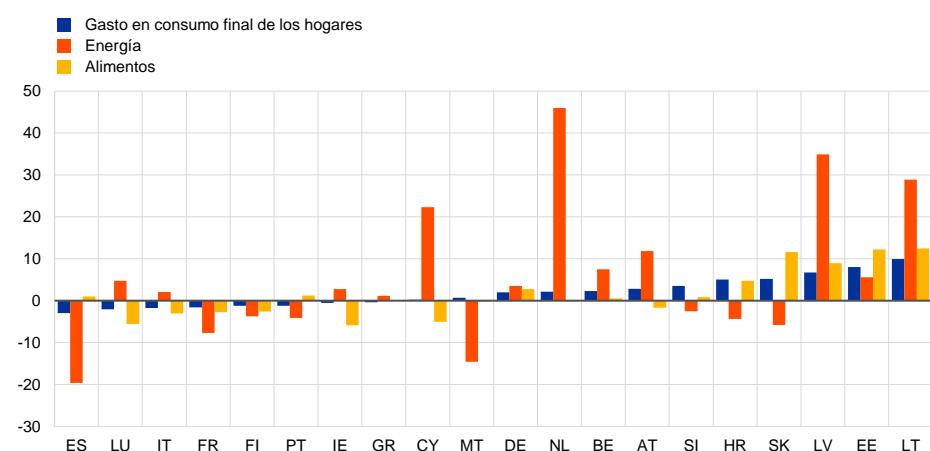
Nota: Los países se muestran en orden ascendente en función de su PLI de 2020.

⁵ Este considerable ajuste relativo de los niveles de precios en los países bálticos y en otros países de Europa Central y Oriental también es perceptible en los datos del IAPC. En comparación con 2019, sus índices del IAPC general en 2023 se situaron aproximadamente entre un 5 % y un 15 % por encima del índice agregado de la zona del euro. En conjunto, los datos del primer semestre de 2024 confirman, en líneas generales, el ajuste relativo observado en 2023.

Gráfico D

Variaciones de los niveles de precios comparativos entre 2021 y 2023 en la zona del euro

(variaciones en puntos del índice de nivel de precios)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

En resumen, los diferenciales de inflación de la zona del euro aumentaron de forma acusada a raíz de la pandemia y la crisis energética, pero desde entonces han returnedo en gran medida a los niveles previos a la pandemia.

Las diferencias entre países en la inflación de la energía y de los alimentos fueron los principales factores determinantes del aumento y de la reciente reversión de la dispersión de la inflación general, lo que refleja el hecho de que la perturbación inicial de los precios de las materias primas ha sido absorbida en gran parte. Al mismo tiempo, parece que la dispersión temporalmente elevada de la inflación entre países tendrá, para algunos de los países más pequeños de la zona del euro, implicaciones más persistentes en términos de un ajuste al alza de sus niveles de precios relativos.

6

Expectativas de precios de venta de los servicios y su contenido informativo acerca de las presiones sobre los precios de consumo

Elena Bobeica, Joan Paredes, Théodore Renault y Flavie Rousseau

Las encuestas recientes sobre las expectativas de precios de venta de las empresas apuntan a una dinámica de precios que se ha moderado de forma sustancial tras la fuerte perturbación inflacionista observada recientemente, aunque con un ajuste más lento en los servicios que en los bienes (gráfico A).

Las empresas desempeñan un papel fundamental en el proceso de formación de precios, por lo que sus expectativas sobre los precios de venta pueden ser un indicador importante de la dinámica de los precios de consumo¹. Este recuadro se centra en el contenido informativo de las expectativas de precios de venta del sector servicios de la zona del euro recopiladas por la Comisión Europea, que incluyen las expectativas de las empresas que operan en los segmentos de negocio tanto entre empresas (*business-to-business*) como entre empresas y consumidores (*business-to-consumer*)². Actualmente, las expectativas de precios de venta de los servicios apuntan a una disminución significativa de los precios con respecto a los observados durante el acusado repunte inflacionista, pero su corrección ha sido menos completa que la de las expectativas correspondientes en las manufacturas.

¹ Para la zona del euro existen tres fuentes de información importantes sobre las expectativas de precios de venta de las empresas: i) las encuestas de consumidores y empresas de la Comisión Europea (DG ECFIN); ii) la encuesta sobre el acceso de las empresas a la financiación (SAFE), y iii) información recopilada en el contexto del diálogo trimestral del BCE con las sociedades no financieras.

² Los datos abarcan los servicios relacionados con el transporte, el alojamiento y la restauración, la información y las comunicaciones, y los servicios inmobiliarios, así como los servicios financieros, profesionales, administrativos y diversos. La pregunta de la Comisión Europea sobre las expectativas de precios de venta es cualitativa y está formulada de la siguiente manera: «¿Cómo espera usted que cambien sus precios de venta durante los próximos 3 meses? Aumentarán, seguirán igual o descenderán».

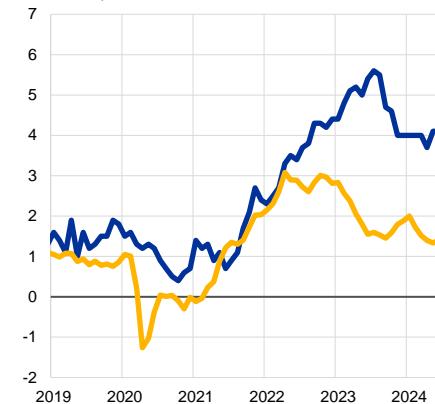
Gráfico A

Evolución reciente de las expectativas de precios de venta a tres meses vista en la zona del euro e inflación sectorial del IAPC

a) Servicios

(escala izquierda: tasas de variación interanual; escala derecha: saldos de respuestas)

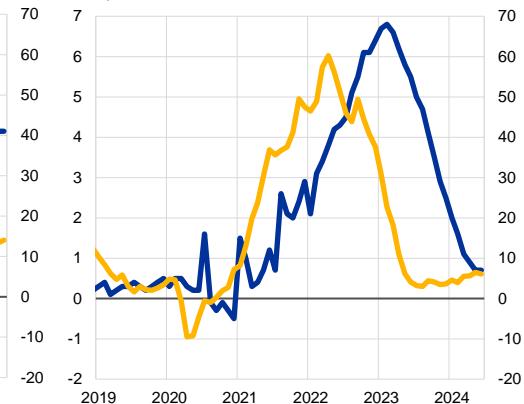
- Componente de servicios del IAPC
- Expectativas de los servicios



b) Manufacturas

(escala izquierda: tasas de variación interanual; escala derecha: saldos de respuestas)

- Componente de bienes industriales no energéticos del IAPC
- Expectativas de las manufacturas



Fuentes: Comisión Europea (DG-ECFIN) y Eurostat.

Notas: Las últimas observaciones corresponden a junio de 2024.

Resulta útil realizar un seguimiento de las expectativas de precios de venta de los servicios para detectar señales incipientes de puntos de inflexión en la inflación de los precios de consumo de los servicios. Cuando se analizan las fluctuaciones más intensas, los puntos de inflexión de las expectativas de precios de venta de los servicios de la Comisión Europea tienden a producirse antes que los del componente de servicios del IAPC (gráfico B). En el caso del máximo alcanzado más recientemente, este adelanto fue de diez meses. La explicación es que este tipo de indicadores de encuestas tienden a captar con rapidez el impacto de las perturbaciones de oferta y su posterior desaparición, ya que tienen carácter prospectivo y reflejan las prácticas de fijación de precios en fases más tempranas de su proceso de formación³.

³ Los precios de producción de los servicios podrían ser una fuente de información adicional de las presiones inflacionistas en fases anteriores del proceso de formación de precios, pero solo están disponibles con frecuencia trimestral, a partir del primer trimestre de 2021, y se publican con un retardo. Esto implica que el análisis de las presiones latentes desde los precios de producción hasta los precios de consumo es menos relevante en el caso de los servicios y sugiere que conviene examinar la relación directa entre las expectativas de precios de venta y los precios de consumo.

Gráfico B

Puntos de inflexión en el componente de servicios del IAPC y en las expectativas de precios de venta de la Comisión Europea

(escala izquierda: tasas de variación interanual; escala derecha: saldos de respuestas)



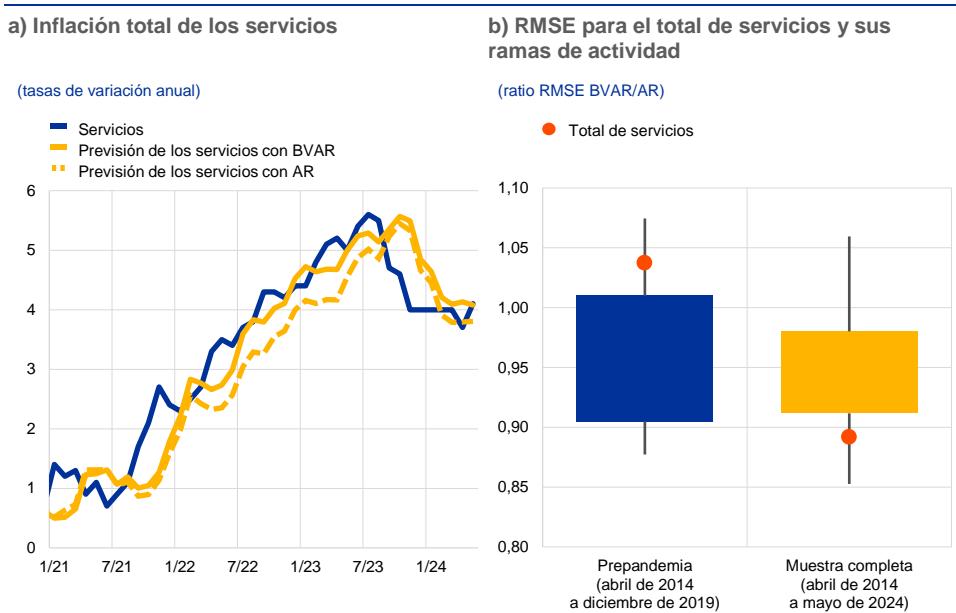
Fuentes: Comisión Europea (DG-ECFIN), Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Las zonas sombreadas muestran períodos de desaceleración de la inflación de los servicios. Los puntos de inflexión se identifican utilizando un algoritmo de Bry y Boschan modificado (véase G. Bry y C. Boschan, «Programmed selection of Cyclical Turning Points», en G. Bry y C. Boschan (eds.), *Cyclical Analysis of Time Series: Selected Procedures and Computer Programs*, National Bureau of Economic Research, 1971, pp. 7-63). Las últimas observaciones corresponden a junio de 2024.

Las propiedades de indicador adelantado de las expectativas de precios de venta en los servicios fueron particularmente evidentes durante la reciente escalada de la inflación. En un ejercicio simple de previsión, en el panel a del gráfico C se compara la inflación observada en el componente de servicios del IAPC de la zona del euro con previsiones a tres meses vista en tiempo real basadas en un modelo bayesiano estándar de vectores autorregresivos (BVAR, por sus siglas en inglés) bivariante, que incluye la tasa de variación de los precios de los servicios y las expectativas de precios de venta de los servicios de la Comisión Europea. Si bien hasta el inicio del repunte inflacionista las previsiones del modelo BVAR son muy similares a las que surgen de un proceso autorregresivo (AR) simple de la inflación del IAPC de los servicios, posteriormente se aproximan más a los datos observados. Lo mismo ocurre en todas las ramas de actividad de los servicios, como ilustran las barras del panel b del gráfico C, que muestran la raíz del error cuadrático medio (RMSE, por sus siglas en inglés) relativo de las previsiones a tres meses vista basadas en modelos sectoriales BVAR bivariantes —con datos del IAPC y las expectativas de precios de venta— en comparación con las basadas en procesos AR simples. El gráfico C abarca 16 ramas de actividad de servicios, así como el total de servicios (puntos rojos), y sugiere que, al añadir las observaciones pospandemia, las expectativas mostraron propiedades de indicador adelantado más claras. Las RMSE se sitúan de forma más marcada por debajo de 1, especialmente para el total de servicios, lo que indica que las expectativas añaden capacidad de predicción en relación con el modelo básico de referencia.

Gráfico C

Propiedades predictivas de las expectativas de precios de venta sobre la inflación total de los servicios y sobre la inflación de las ramas de actividad de los servicios



Fuentes: Comisión Europea (DG-ECFIN), Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Las previsiones fuera de la muestra se elaboraron de manera recursiva (ventana expansiva) utilizando el **conjunto de herramientas BEAR** teniendo en cuenta doce retardos y *priors* estándar. Para el sector servicios, el período muestral abarca desde enero de 1992 hasta mayo de 2024. Sin embargo, en el caso de las ramas de actividad, los períodos de la muestra varían en función de la disponibilidad de datos. La muestra de evaluación de las previsiones a tres meses vista es la misma para todas las ramas y comienza en abril de 2014 por motivos de disponibilidad de datos. La RMSE se calcula para dos períodos distintos: el período prepandemia, comprendido entre abril de 2014 y diciembre de 2019, y el período de la muestra completa, que abarca desde abril de 2014 hasta mayo de 2024. Los datos granulares de la Comisión Europea, clasificados según la NACE, se emparejaron con los datos del IAPC según la clasificación COICOP, obteniendo 16 ramas de actividad emparejadas con datos históricos correspondientes a un período suficientemente largo. La RMSE relativa se expresa en comparación con un modelo AR de referencia; un número inferior a 1 muestra que el modelo BVAR que incluye las expectativas es superior a un proceso AR.

La capacidad predictiva de las expectativas de precios de venta de la Comisión Europea sobre la inflación del IAPC del total de los servicios parece ser altamente no lineal, según un modelo de *machine learning*. Un modelo de árboles de decisión de regresión cuantílica (*quantile regression forest*, QRF) puede captar una relación no lineal general entre la inflación del componente de servicios del IAPC de la zona del euro y un amplio conjunto de determinantes⁴. La contribución de las expectativas de precios de venta para explicar la tasa de inflación interanual del total de servicios a tres meses vista era limitada antes de la pandemia, pero posteriormente aumentó de forma no lineal (panel a del gráfico D). De hecho, el modelo QRF presenta un efecto umbral para las expectativas de precios de venta, es decir, un nivel a partir del cual su contribución para explicar la inflación de los servicios se dispara repentinamente. Esta no linealidad podría estar relacionada con el hecho de que esta variable de la encuesta es indicativa de la frecuencia de ajustes en los precios (dada la formulación específica de las preguntas correspondientes), frecuencia que aumentó y pasó a ser muy relevante durante el episodio de alta inflación. Antes del fuerte repunte de la inflación, este indicador ocupaba, en promedio, el decimotercer lugar de la clasificación a la hora

⁴ Las estimaciones del modelo QRF y el conjunto de datos siguen a M. Lenza, I. Moutachaker y J. Paredes, «[Density Forecasts of Inflation: A Quantile Regression Forest approach](#)», *Working Paper Series*, n.º 2830, BCE, 2023. Las expectativas de precios de venta de los servicios de la Comisión Europea se añadieron al conjunto de datos original.

de explicar la inflación futura, mientras que actualmente ocupa el quinto puesto (panel b del gráfico D).

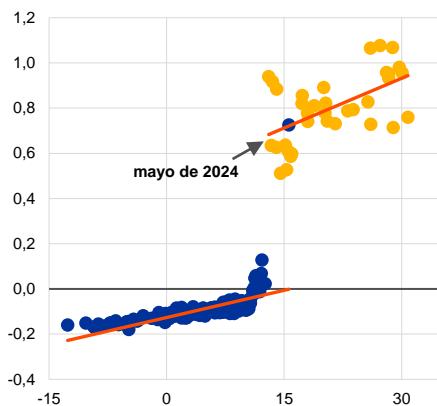
Gráfico D

Contribución de las expectativas de precios de venta de los servicios de la Comisión Europea para explicar la inflación de los servicios

a) Contribución de las expectativas de precios de venta a la inflación interanual de los servicios a tres meses vista

(eje de abscisas: expectativas de precios de venta de los servicios, saldo de respuestas; eje de ordenadas: desviaciones en puntos porcentuales de la contribución de la inflación de los servicios con respecto a la media)

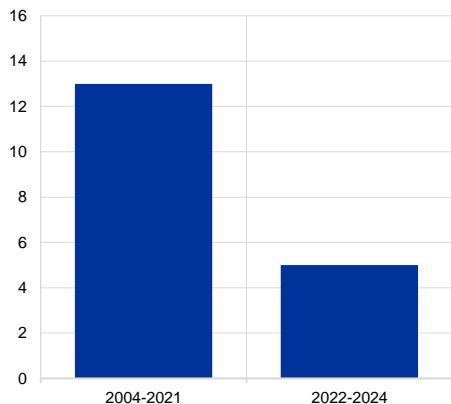
● 2004-2021
● 2022-2024



b) Clasificación de las expectativas de precios de venta para explicar la inflación interanual de los servicios a tres meses vista (entre 60 variables)

(clasificación)

■ Clasificación



Fuentes: Comisión Europea (DG-ECFIN), BCE y cálculos del BCE

Nota: «2004-2021» incluye de 2004 a septiembre de 2021; «2022-2024» comprende de octubre de 2021 a mayo de 2024.

En resumen, las expectativas de precios de venta de los servicios tienen, en efecto, cierta capacidad predictiva del IAPC de este sector, que es más apreciable en torno a los puntos de inflexión y cuando la inflación es elevada.

Los datos sobre las expectativas de precios de venta de los servicios pueden utilizarse para calibrar las presiones inflacionistas en fases más tempranas del proceso de formación de precios, dadas las limitaciones de datos sobre precios de producción de los servicios. Los datos de las encuestas pueden ser indicativos en épocas de puntos de inflexión importantes y pueden presentar no linealidades. Durante la reciente escalada de la inflación, las expectativas de precios de venta ayudaron a predecir la inflación del componente de servicios del IAPC, pero es probable que la no linealidad de la capacidad predictiva esté disminuyendo a medida que la inflación se va normalizando.

La rentabilidad del capital y sus determinantes en los últimos tiempos

John Hutchinson y Arthur Saint Guilhem

Desde que los tipos de interés reales alcanzaron su nivel máximo en la década de los ochenta, se ha acrecentado la divergencia entre la rentabilidad del capital productivo y la de los activos seguros. Resulta interesante entender esta tendencia dadas las posibles implicaciones para la inversión. La rentabilidad del capital destinado a fines productivos es una métrica importante de la inversión. Habida cuenta de que el tipo de interés sin riesgo sirve como coste de oportunidad para invertir en capital productivo, una brecha persistente puede sugerir que los inversores dudan a la hora de asignar recursos a proyectos percibidos como de mayor riesgo, lo que se traduce en una asignación ineficiente del capital y una inversión insuficiente. Esta situación plantea riesgos para la considerable inversión necesaria para avanzar en la transición ecológica. En este recuadro se examina qué factores podrían explicar esta brecha y se llega a la conclusión de que el principal es una prima de riesgo más elevada, si bien el aumento de las rentas económicas también influye.

Para estimar la rentabilidad del capital hay que aplicar diversos supuestos, especialmente en lo que respecta a los activos financieros y al papel del sector de la vivienda en el stock de capital. Otras consideraciones se refieren al cálculo de las rentas de capital y a si debe incluirse la economía total o únicamente los sectores productivos. En consecuencia, pueden adoptarse distintos enfoques.

En este recuadro se utiliza una medida amplia: la rentabilidad real del capital antes de impuestos para el conjunto de la economía¹. Esta medida se calcula como la renta interior neta menos la remuneración total dividida por el stock de capital neto. Desde la década de los noventa, la medida ha fluctuado dentro de un rango relativamente estrecho tanto en la zona del euro como en Estados Unidos, observándose una ligera tendencia al alza en el país americano². La rentabilidad del capital también ha sido sistemáticamente más elevada en Estados Unidos que en la zona del euro. La brecha se calcula como la diferencia entre la rentabilidad del capital y el tipo de interés real libre de riesgo que, a efectos de este recuadro, se define como el euríbor a tres meses (para la zona del euro) o el tipo de interés de las letras del Tesoro (para Estados Unidos) menos las expectativas de inflación a un año vista.

¹ Aunque el componente fiscal es un factor relevante desde el punto de vista económico en las decisiones de inversión de las empresas, no se dispone de datos armonizados sobre rentabilidades después de impuestos.

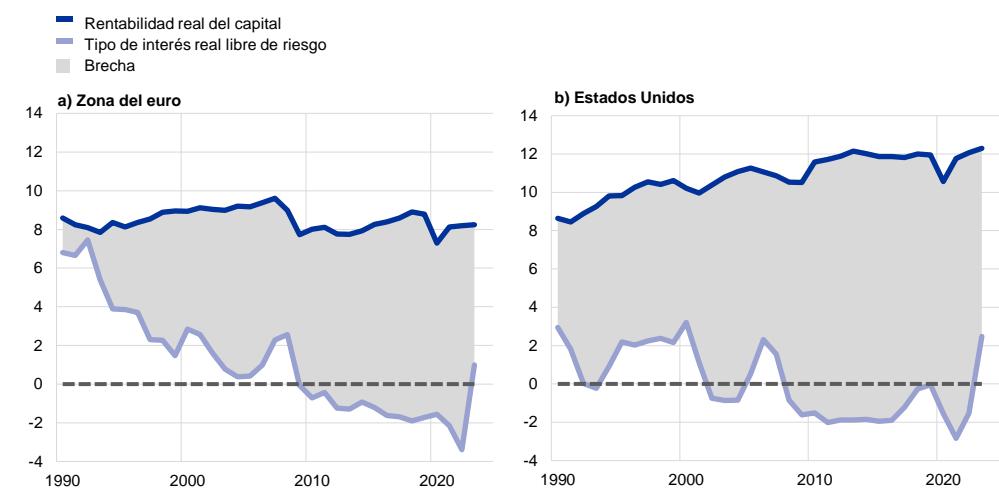
² Existe un cierto debate sobre el hecho de que el stock de activos intangibles podría estar infravalorado en las cuentas nacionales, lo que podría dar lugar a una sobreestimación de la rentabilidad del capital. Un cálculo aproximado, suponiendo una infravaloración de los activos intangibles del 50 %, indica que el impacto en la rentabilidad del capital seguiría siendo limitado (menos de 1 punto porcentual). Estas conclusiones se corresponden con las de E. Farhi y F. Gourio, «Accounting for Macro-Finance Trends: Market Power, Intangibles, and Risk Premia», Brookings Papers on Economic Activity, otoño de 2018, pp. 147-250.

La creciente brecha entre la rentabilidad del capital y el tipo de interés libre de riesgo alcanzó un máximo durante la pandemia tanto en la zona del euro como en Estados Unidos y después se redujo durante el reciente ciclo de endurecimiento de tipos. La rentabilidad relativamente estable del capital contrasta notablemente con la disminución a largo plazo de la rentabilidad real de los activos seguros. La brecha siguió experimentando un aumento significativo y alcanzó su máximo durante el reciente período de escalada de la inflación (gráfico A). La posterior respuesta de la política monetaria y el descenso de las expectativas de inflación han dado lugar a un incremento del tipo de interés real libre de riesgo, lo que ha reducido la brecha entre este y la rentabilidad del capital.

Gráfico A

Brecha entre la rentabilidad del capital y los tipos de interés libres de riesgo en la zona del euro y en Estados Unidos

(porcentajes)



Fuentes: Base de datos AMECO, base de datos económicos de la Reserva Federal (FRED), base de datos Area-Wide Model (AWM), Consensus Economics y cálculos del BCE.

Notas: La rentabilidad real del capital es la rentabilidad antes de impuestos en la zona del euro y en Estados Unidos. Los tipos de interés reales se calculan como la diferencia entre el euríbor a tres meses o el tipo de las letras del Tesoro y las expectativas de inflación a un año vista. Los últimos datos corresponden a 2023.

Para analizar los factores que determinan esta brecha en la zona del euro, se utiliza un marco contable propuesto por Caballero, Farhi y Gourinchas que vincula la evolución de la brecha a la evolución de cuatro variables económicas fundamentales: la participación del factor trabajo, la prima de riesgo, la pérdida de capital esperada y los márgenes³. La participación del factor trabajo puede observarse y se toma como la participación de los salarios ajustada extraída de la base de datos AMECO de la Comisión Europea⁴. A partir de

³ Véase R. J. Caballero, E. Farhi y P-O. Gourinchas, «Rents, Technical Change, and Risk Premia: Accounting for Secular Trends in Interest Rates, Returns on Capital, Earning Yields, and Factor Shares» *American Economic Review*, vol. 107(5), mayo de 2017, pp. 614-620. Hasta la fecha, solo un reducido número de estudios han examinado los factores determinantes de esta brecha. Véanse también K. Daly, «A Secular Increase in the Equity Risk Premium», *International Finance*, vol. 19(2), verano de 2016, pp. 179-200; J. Hutchinson y A. Saint Guilhem, «The wedge between the return on capital and risk-free rates», *Eco Notepad*, Banque de France, febrero de 2019; y M. Marx, B. Mojon y F. R. Velde, «Why have interest rates fallen far below the return on capital?», *Journal of Monetary Economics*, vol. 124(S), noviembre de 2021, pp. 57-76.

⁴ La participación de los salarios ajustada se calcula como la relación entre la remuneración total (ajustada por el empleo total) y el PIB nominal.

la participación de los salarios y de la elasticidad de la producción al capital, se puede inferir una medida del margen medio sobre los bienes (una aproximación de las rentas económicas en este marco, que es inversamente proporcional a la participación del factor trabajo). La rentabilidad media real del capital se define como la ratio entre las rentas de capital reales y el stock de capital, neto de depreciación. La prima de riesgo del capital se estima entonces como la rentabilidad del capital que excede del tipo de interés sin riesgo, teniendo en cuenta la depreciación, las rentas y las pérdidas de capital esperadas debido a la disminución del precio de la inversión a lo largo del tiempo. En este ejercicio se adopta una función de producción de Cobb-Douglas en lugar de una función de producción con elasticidad de sustitución constante (*constant elasticity of substitution*, CES). Este enfoque implica que los cambios en la participación del factor trabajo se atribuyen a cambios en los márgenes y que la tecnología que aumenta el capital no influye⁵.

Utilizando datos para la zona del euro y Estados Unidos, este marco se calibra para replicar la brecha observada entre la rentabilidad del capital antes de impuestos y el tipo de interés libre de riesgo entre 1990 y 2023 (gráfico B). Desde mediados de la década de 2000 aproximadamente, la brecha ha aumentado en ambas jurisdicciones. En la zona del euro, este incremento puede atribuirse principalmente a la prima de riesgo, sobre todo desde la pandemia, mientras que la contribución de los márgenes se ha reducido algo, aunque ha sido significativa a lo largo de los distintos períodos. El cambio de esta última puede reflejar el impacto de las reformas de los mercados de trabajo y de productos aplicadas en la zona del euro tras la crisis financiera global y su crisis de deuda soberana. En Estados Unidos, el aumento se debió, fundamentalmente, al alza de la prima de riesgo y, en menor medida, de los márgenes. La brecha y los factores que la explican en este marco apenas han variado en Estados Unidos desde el comienzo de la pandemia. La observación de que una proporción considerable de la brecha en Estados Unidos se debe a los márgenes coincide con estudios empíricos que indican que estos se han incrementado en los últimos treinta años en este país⁶.

⁵ Aunque no se muestra, también se utilizó una función de producción con CES como comparación, y los principales resultados siguieron siendo los mismos.

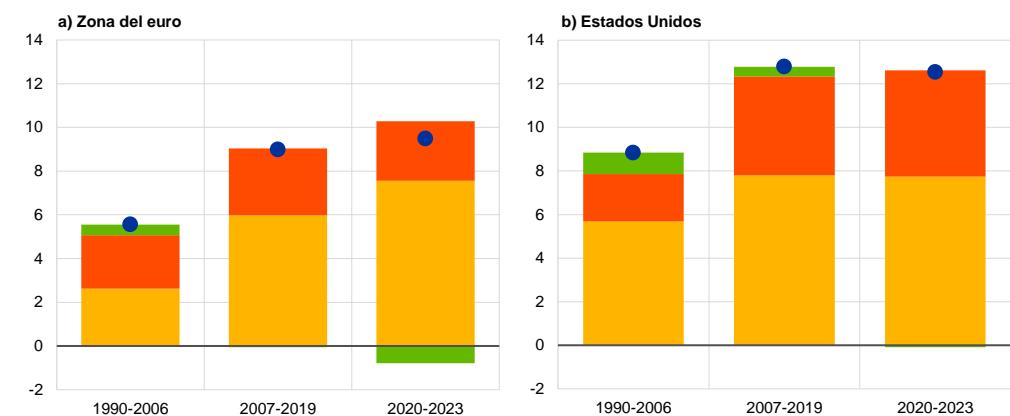
⁶ Los estudios muestran que el aumento de los márgenes viene determinado por la cola superior de la distribución de márgenes. Véase, por ejemplo, J. De Loecker, J. Eeckhout y G. Unger, «The Rise of Market Power and the Macroeconomic Implications», *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 135, Issue 2, mayo de 2020, pp. 561-644.

Gráfico B

Descomposición de la brecha entre la rentabilidad del capital y los tipos de interés libres de riesgo

(puntos porcentuales)

- Brecha
- Prima de riesgo
- Margen
- Pérdida de capital esperada



Fuentes: Base de datos AMECO, base de datos FRED, base de datos AWM, Consensus Economics y cálculos del BCE.

El aumento de la prima de riesgo en la zona del euro desde la pandemia puede atribuirse a la mayor incertidumbre derivada de ese suceso y de los acontecimientos geopolíticos, así como a una tendencia de más largo plazo de incremento de la demanda de activos seguros y de disminución de la oferta, lo que ha reducido el tipo de interés libre de riesgo y no ha afectado a la rentabilidad de los activos de riesgo. Desde una perspectiva de más largo plazo, el significativo ascenso de la prima de riesgo desde el año 2000, aproximadamente, podría reflejar un aumento de la demanda de activos seguros, acentuado por los cambios regulatorios posteriores a la crisis y la caída general de la oferta de activos seguros. Estos factores han mermado progresivamente la oferta neta de activos seguros, lo que ha empujado a la baja el tipo de interés libre de riesgo, sin afectar a la rentabilidad de los activos de riesgo^{7,8}. Se han identificado otros factores impulsores del descenso secular de los tipos de interés libres de riesgo, como la demografía y la baja productividad, pero su efecto sobre la brecha no está muy claro.

Esta brecha persistente puede considerarse un indicador de ineficiencias en la asignación del capital. La elevada rentabilidad del capital puede disuadir a las empresas, en particular a las que son más jóvenes y registran mayor productividad, de acometer proyectos de inversión, impidiendo así el crecimiento económico.

⁷ Véanse R. J. Caballero, E. Farhi y P-O. Gourinchas, «Safe Asset Scarcity and Aggregate Demand», *American Economic Review*, vol. 106(5), mayo de 2016, pp. 513-518; y T. R. T. Ferreira y S. Shousha, «Determinants of global neutral interest rates», *Journal of International Economics*, vol. 145, noviembre de 2023.

⁸ Cabe señalar que las estimaciones recientes de los tipos de interés reales de equilibrio han aumentado ligeramente. Véase, por ejemplo, el recuadro titulado «Actualización sobre las estimaciones del tipo de interés natural de la zona del euro», *Boletín Económico*, número 1, BCE, 2024.

Facilitar un mejor acceso a la financiación del capital podría reducir esta brecha, lo que fomentaría la inversión e impulsaría la transición ecológica.

En la zona del euro, una mayor integración financiera, como la culminación de la unión de los mercados de capitales, podría contribuir a rebajar la prima de riesgo al reducir la fragmentación financiera, aumentar la diversificación de las carteras y mejorar la eficiencia de los mercados, lo que estimularía el escaso dinamismo de la inversión y apoyaría la transición ecológica en la zona. La inversión requerida para que la zona del euro cumpla sus compromisos del paquete «Objetivo 55» es sustancial. Aunque algunas de estas necesidades de inversión podrían cubrirse con impuestos sobre el carbono, será precisa una inversión significativamente mayor para alcanzar los niveles necesarios⁹.

⁹ Para consultar algunas estimaciones cuantitativas, véase el artículo titulado «The macroeconomic implications of the transition to a low-carbon economy», *Boletín Económico*, número 5, BCE, 2023.

8

Proyecciones de los costes del envejecimiento: nueva evidencia del Informe de Envejecimiento de 2024

Edmund Moshammer y Joachim Schrot

En este recuadro se analizan las proyecciones elaboradas en los quince últimos años sobre los costes asociados al envejecimiento de la población en los países de la zona del euro, a partir de nueva evidencia procedente del Informe de Envejecimiento de 2024 («2024 Ageing Report») publicado recientemente. Este informe¹, publicado el 19 de abril de 2024, es la última edición de la serie de informes elaborados cada tres años por el Grupo de Trabajo sobre Envejecimiento del Comité de Política Económica, que apoya la labor del Consejo de la Unión Europea. Ofrece proyecciones del gasto público relacionado con el envejecimiento de la población de los Estados miembros de la UE durante el período 2022-2070². Sus conclusiones aportan información fundamental para los análisis de sostenibilidad de las finanzas públicas a largo plazo que llevan a cabo la Comisión Europea y el BCE. Las proyecciones son también un elemento importante en la aplicación del marco fiscal reformado de la UE, que entró en vigor al final de abril de 2024 y hace un mayor hincapié en la necesidad de que los Gobiernos aborden los riesgos para la sostenibilidad de las finanzas públicas.

El Informe de Envejecimiento de 2024 prevé que los costes fiscales relacionados con el envejecimiento de la población en la zona del euro, expresados en porcentaje del PIB, aumenten del 25,1 % en 2022 al 26,5 % en 2070. La evolución de estos costes difiere de unos países a otros, ya que partían de situaciones diferentes, por ejemplo, en términos de estructura demográfica o de entorno regulatorio (gráfico A)³. Se estima que en nueve países los costes se incrementarán en más de 4 puntos porcentuales, mientras que en seis se reducirán. Se considera que el aumento de los costes totales en el conjunto de la zona del euro asociados al envejecimiento obedecerá principalmente al incremento de los costes de las pensiones y, en menor medida, de los de atención sanitaria y cuidados de larga duración. A tenor de las proyecciones, el gasto en educación registrará un ligero descenso en todos los países. Si se comparan los intervalos de 2022-2045 y 2022-2070, se prevé que los costes relacionados con el envejecimiento de la población se incrementen en momentos muy diferentes en los distintos países. En general, estas proyecciones a largo plazo conllevan un alto grado de incertidumbre. A modo de ilustración, en un escenario de riesgo en el que, para la atención sanitaria y los cuidados de larga duración, se supone una mayor elasticidad de la demanda y convergencia de costes y cobertura entre países, en el informe se estima que los costes asociados al envejecimiento en la zona del euro podrían

¹ Véase «2024 Ageing Report: Economic & Budgetary Projections for the EU Member States (2022-2070)», *European Economy – Institutional Papers*, n.º 279, Comisión Europea, abril de 2024.

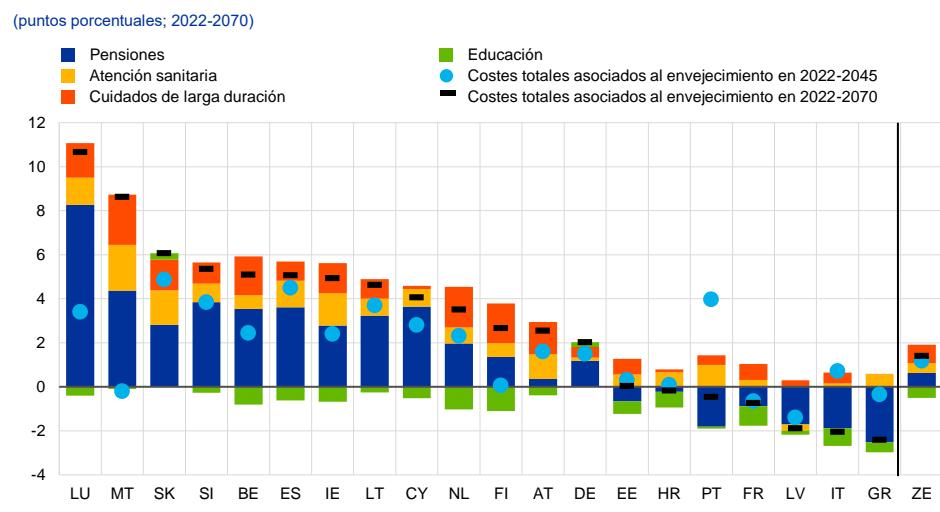
² Para un análisis de los supuestos demográficos subyacentes, véase el recuadro titulado «EUROPOP2023: tendencias demográficas y sus implicaciones económicas para la zona del euro», *Boletín Económico*, número 3, BCE, 2023.

³ Por ejemplo, trece países de la zona del euro cuentan con mecanismos automáticos de ajuste que afectan a las pensiones o vinculan la edad de jubilación a la esperanza de vida.

aumentar en 4 puntos porcentuales para 2070, frente a un incremento estimado de 1,4 puntos porcentuales en el escenario central.

Gráfico A

Variación de los costes totales del envejecimiento y sus componentes



Fuentes: «Informe de Envejecimiento de 2024» y cálculos del BCE.

Nota: Los costes totales asociados al envejecimiento se expresan en porcentaje del PIB.

En comparación con las anteriores proyecciones publicadas hace tres años, se estima que los costes totales asociados al envejecimiento poblacional en la zona del euro aumentarán en 0,3 puntos porcentuales para 2070. Esta estimación es el resultado de revisiones al alza de los costes fiscales relacionados con el envejecimiento en diez países de la zona del euro y a la baja en otros diez países. Las revisiones al alza de mayor magnitud corresponden a España —donde el gasto estimado para 2070 crecerá 7 puntos porcentuales más debido, en parte, a una reversión parcial de las reformas de los sistemas de pensiones de 2011 y 2013 en dicho país— y a Chipre, donde se considera que el gasto será 6 puntos porcentuales más elevado. En cambio, en el caso de Eslovaquia, el gasto en 2070 se ha revisado a la baja en 4 puntos porcentuales y el aumento de los costes proyectado entre 2022 y 2070 se ha corregido a la baja y se cifra en 6 puntos porcentuales, tras la reforma de las pensiones acometida en 2022.

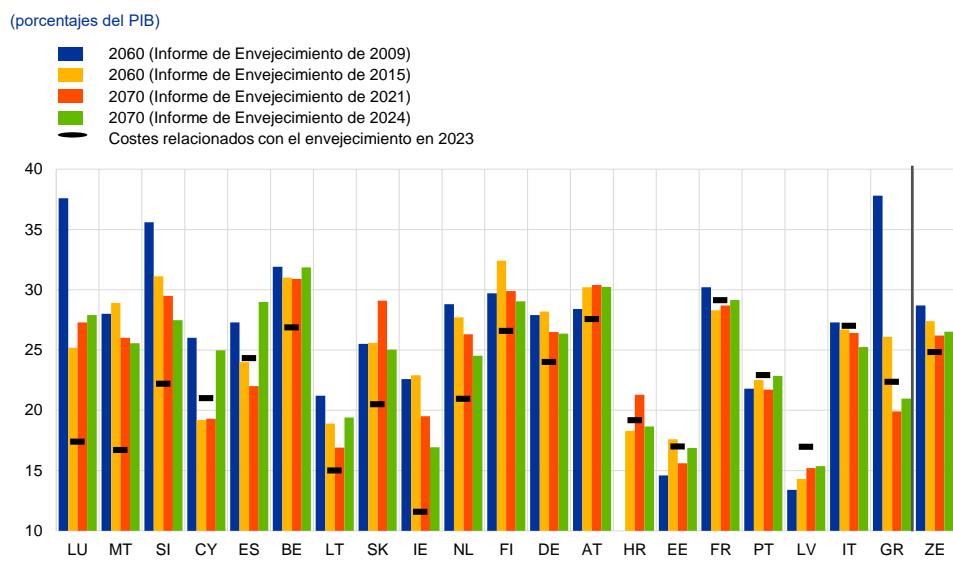
Si se adopta una perspectiva de más largo plazo analizando los informes de envejecimiento publicados desde 2009, se observan algunos patrones significativos (gráfico B). Una evolución positiva que ha puesto de manifiesto el último informe es que se estima que solo en dos países el gasto público relacionado con el envejecimiento crecerá más de 6 puntos porcentuales a lo largo del horizonte de proyección⁴. En informes anteriores, doce países superaban ese umbral. Con todo, aún se prevé que la mayoría de los países experimenten un incremento considerable de los costes. Solo siete países muestran una senda estable o

⁴ Esto se debe a cambios en los supuestos y en las políticas estructurales aplicadas por los Estados miembros de la UE, pero también al hecho de que los costes observados asociados al envejecimiento han aumentado.

decreciente, con un aumento del gasto inferior a un punto porcentual del PIB, mientras que en el informe de 2015 este grupo estaba integrado por nueve países.

Gráfico B

Costes totales del envejecimiento en 2023 y costes a largo plazo en las distintas proyecciones



Fuentes: Informes de envejecimiento de 2009, 2015, 2021 y 2024, y cálculos del BCE.

Notas: En el gráfico se comparan las proyecciones publicadas en el actual Informe de Envejecimiento con las de algunos informes anteriores. Los informes de 2009 y 2015 se refieren al horizonte de 2060, mientras que los de 2021 y 2024 se refieren al horizonte de 2070. En el caso de Croacia, solo se dispone de datos a partir del informe de 2015. Los países se ordenan según el aumento de los costes proyectado en el Informe de Envejecimiento de 2024.

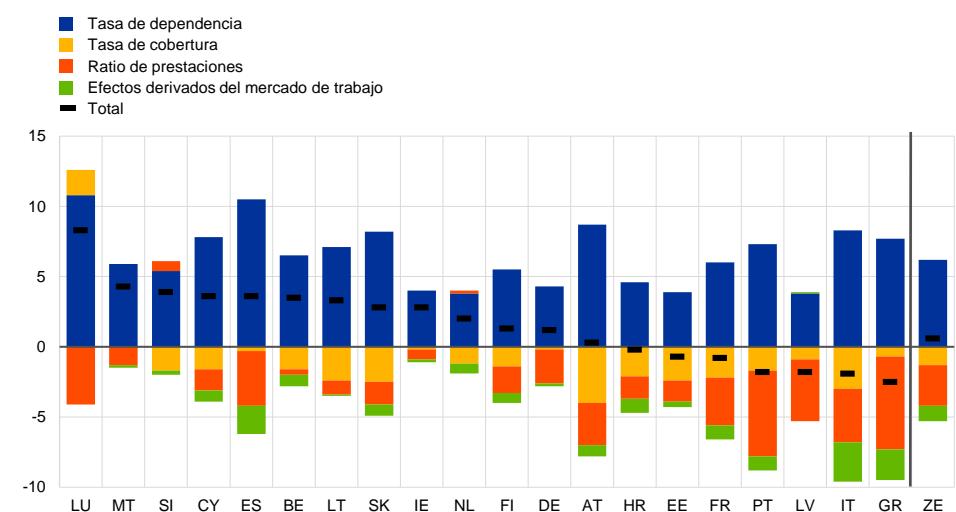
El último Informe de Envejecimiento muestra que se espera que el incremento del gasto público en pensiones debido al envejecimiento de la población se vea mitigado por la reducción de las ratios de prestaciones, el retraso de la edad de jubilación y otros efectos estructurales del mercado de trabajo. Si el gasto en pensiones se analiza en mayor profundidad, su dinámica puede descomponerse en cuatro componentes principales: la tasa de dependencia, la tasa de cobertura, la ratio de prestaciones y los efectos del mercado de trabajo. Se estima que la tasa de dependencia, es decir, el número de jóvenes y personas de edad avanzada en proporción de la población en edad de trabajar, elevará el gasto público en pensiones en todos los países, con un incremento de 6,2 puntos porcentuales, en promedio, para 2070 (gráfico C). Este impacto se vería contrarrestado por las contribuciones de la ratio de prestaciones (-2,9 puntos porcentuales), la tasa de cobertura (-1,3 puntos porcentuales) y los efectos del mercado de trabajo (-1,1 puntos porcentuales). La ratio de prestaciones mide el grado de generosidad del sistema de pensiones a través de la relación entre los pagos por pensiones y los salarios, y está determinada por la rapidez y la medida en que las prestaciones se ajustan a la inflación y al aumento de la productividad. Se prevé que Grecia y Portugal registrarán el mayor ahorro de costes debido a este factor. La tasa de cobertura expresa la relación entre el número de pensionistas y el total de personas mayores de 65 años, y depende de las reformas acometidas en el pasado centradas en la edad de jubilación, como el acceso a la jubilación anticipada o los cambios en la edad legal de jubilación. Las reducciones de costes más

significativas derivadas de este componente se proyectan para Eslovaquia. Los efectos del mercado de trabajo están determinados por cambios que afectan al empleo, la duración de la jornada laboral y la tasa de actividad de los trabajadores de más edad. A tenor de las proyecciones, estos efectos disminuirán como resultado de reformas que incentivan la prolongación de la vida laboral y del incremento esperado de la tasa de empleo. Su impacto será mayor en Italia, donde se considera que una tasa de empleo más elevada y unas carreras laborales más largas reducirán el gasto público en pensiones en 2,8 puntos porcentuales para 2070.

Gráfico C

Factores determinantes de las proyecciones de los costes de las pensiones

(puntos porcentuales; 2022-2070)



Fuentes: «Informe de Envejecimiento de 2024» y cálculos del BCE.

Notas: En el gráfico no se muestra el componente residual que se deriva de la interacción del resto de componentes y que reduce el coste total de las pensiones (expresado en porcentaje del PIB) entre 0,1 puntos porcentuales y 0,7 puntos porcentuales del PIB en los distintos países. En el caso de Luxemburgo, la tasa de cobertura y los efectos del mercado de trabajo no son significativos, ya que los trabajadores transfronterizos no se incluyen en las proyecciones de población activa.

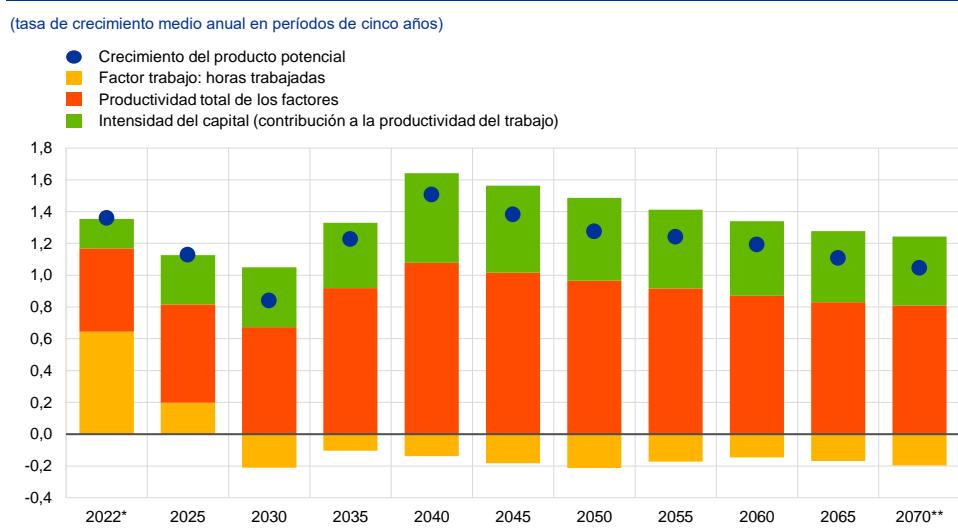
También se prevé que el envejecimiento de la población tenga un impacto adverso en las finanzas públicas hasta 2070 al reducir el crecimiento del producto potencial. Según las proyecciones del Informe de Envejecimiento de 2024, el crecimiento del producto potencial de la zona del euro disminuirá desde el nivel medio del 1,4 % estimado para este año y los dos últimos años, hasta situarse en el 0,8 % a principios de la década de 2030, ya que el factor trabajo pasará a contribuir negativamente (gráfico D). En comparación con el informe de 2021, el avance del producto potencial en 2022-2024 se ha revisado al alza debido a sorpresas positivas en inmigración neta, tasas de actividad y tasas de empleo, mientras que se mantiene sin cambios en la primera mitad de la década de 2030, lo que se plasma en una desaceleración más acusada que la prevista anteriormente⁵. A largo plazo, se prevé que el crecimiento del producto potencial sea inferior al estimado actualmente, y que disminuya de forma gradual hasta el 1 % en 2070.

⁵ El perfil de crecimiento del producto potencial en los diez primeros años del horizonte de proyección se basa en la metodología consensuada ([Commonly Agreed Methodology](#)) del Grupo de Trabajo sobre la Brecha de Producción del Comité de Política Económica.

Este porcentaje se sitúa por debajo de la proyección anterior (1,4 %) y obedece a las revisiones de todos los componentes. En particular, el crecimiento de la productividad total de los factores (PTF) en 2070 se ha revisado a la baja en 0,2 puntos porcentuales, hasta el 0,8 %.⁶ Con todo, el nivel de incertidumbre en torno a las proyecciones es elevado, debido a la evolución que tendrán los flujos migratorios y la dificultad de predecir las implicaciones de las transformaciones digital y ecológica. Además, las estimaciones no captan todos los efectos que el envejecimiento de la población podría tener en el producto potencial, por ejemplo, a través de la reducción de la productividad agregada como consecuencia de la disminución de las capacidades físicas, del deterioro de la salud o de la menor innovación. Las proyecciones tampoco tienen en cuenta el impacto que los cambios en la composición del gasto público podrían tener en el producto potencial, como, por ejemplo, si el aumento del gasto asociado al envejecimiento se traduce en menos recursos para la inversión en infraestructuras⁷.

Gráfico D

Proyecciones de crecimiento del producto potencial y contribuciones de los componentes



Fuentes: «Informe de Envejecimiento de 2024» y cálculos del BCE.

Notas: Los datos corresponden al crecimiento medio en el año en cuestión y en los cuatro años siguientes. La intensidad del capital hace referencia a los cambios en la relación entre el capital y el trabajo. *Para 2022, los datos se refieren al crecimiento medio en el período 2022-2024. **Para 2070, los datos se refieren al crecimiento anual en el año 2070.

El aumento de los costes relacionados con el envejecimiento es una consideración fundamental a la hora de evaluar la sostenibilidad de las finanzas públicas a largo plazo. Los cambios demográficos, que conducen a una mayor proporción de ciudadanos de edad avanzada y una mayor demanda de pensiones, atención sanitaria y servicios de cuidados de larga duración, generarán

⁶ Para las revisiones de los datos relativos a la PTF, véase «Prospects for long-term productivity growth», *Quarterly Report on the Euro Area, European Economy*, Institutional Paper n.º 201, Comisión Europea, mayo de 2023. Las revisiones de los datos sobre población activa obedecen fundamentalmente a la disminución prevista de las tasas de fecundidad. En cuanto a las revisiones de la intensidad del capital como resultado de los supuestos de crecimiento de la PTF y de la convergencia entre países, véase «[2024 Ageing Report Underlying Assumptions and Projection Methodologies](#)», Institutional Paper n.º 257, Comisión Europea, noviembre de 2023.

⁷ Véase K. Bodnar y C. Nerlich, «[The macroeconomic and fiscal impact of population ageing](#)», *Occasional Paper Series*, n.º 296, BCE, junio de 2022.

tensiones en las finanzas públicas. La evolución de las proyecciones de los costes asociados al envejecimiento pone de manifiesto que, si bien se han realizado avances en algunos países, subsisten retos considerables. Para hacer frente a las consecuencias económicas y fiscales del envejecimiento de la población, es necesario contar con colchones fiscales, una composición de las finanzas públicas más favorable al crecimiento y reformas estructurales⁸. Además, para limitar el impacto adverso sobre el crecimiento potencial, se han de adoptar políticas que potencien la productividad, como las orientadas a fomentar la innovación, la formación continua y una integración más rápida de los migrantes en el mercado laboral.

⁸ Véase K. Bodnar y C. Nerlich, *op. cit.*