

Recuadros

1 Fragmentación geopolítica de los proyectos *greenfield* de inversión extranjera directa a nivel mundial y en la zona del euro

Lukas Boeckelmann, Lorenz Emter, Isabella Moder, Giacomo Pongetti y Tajda Spital

En este recuadro se examina la evolución reciente de los proyectos de nueva planta (*greenfield*) de inversión extranjera directa (IED) a nivel mundial y en la zona del euro, y se analiza la influencia de la geopolítica en su configuración.

Dados los crecientes esfuerzos de las empresas y las autoridades por encontrar formas de reducir la vulnerabilidad de sus cadenas de suministro, es importante entender la dinámica reciente de la inversión *greenfield*, ya que podría anticipar una reconfiguración de las redes comerciales globales, cuya fragmentación podría ser especialmente perjudicial para la zona del euro¹. Los flujos de IED *greenfield* se refieren a las inversiones exteriores que realizan las empresas con el fin de crear nueva capacidad de producción o ampliar la ya existente. En la última década, las entradas y salidas anuales de IED ascendieron al 1,4 % y el 0,6 % del PIB de la zona del euro, respectivamente, y al 1 % y el 1,2 % del PIB mundial, excluida la zona del euro. Los mayores flujos de salida de IED *greenfield* proceden de la zona del euro, con un 19 % del total mundial en los dos últimos años, seguida de Estados Unidos, con un 15 %. En este recuadro se utiliza información sobre anuncios de proyectos *greenfield* de IED obtenidos de un conjunto de datos proporcionados por fDi Markets².

A priori, el efecto de la fragmentación geopolítica en la dirección de los flujos de IED es ambiguo. Por una parte, las empresas y las autoridades podrían considerar (re)localizar la producción en países políticamente más próximos (*friend-shore*) o geográficamente más cercanos (*near-shore*) con el fin de reducir la vulnerabilidad de las cadenas de suministro a tensiones geopolíticas o para proteger sus activos frente a posibles infracciones futuras de los derechos de propiedad. Por otra, las empresas podrían incrementar sus inversiones en países distantes en términos geopolíticos, es decir, en países que adoptan una postura claramente diferente en cuestiones de política exterior, si consideran que tensiones comerciales futuras podrían dificultar su acceso a los mercados locales.

¹ La fragmentación geoeconómica de los flujos comerciales sería perjudicial para la zona del euro, ya que reduciría el PIB en más de un 2 % e incrementaría los precios de consumo en casi un 4 %. Véase también el recuadro titulado «*Friend-shoring de las cadenas globales de valor: un análisis basado en modelos*», *Boletín Económico*, número 2, BCE, 2023.

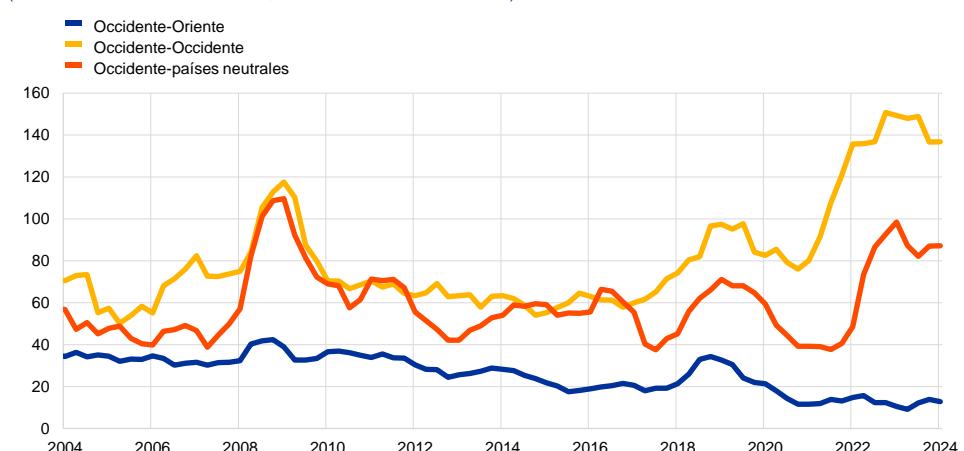
² Los datos se han recopilado principalmente de fuentes de información pública (como medios de comunicación, organizaciones sectoriales e información de agencias de promoción de inversiones) e información detallada a nivel individual sobre más de 300.000 anuncios de proyectos *greenfield* de IED de 186 países desde enero de 2003.

Los flujos agregados de IED *greenfield* ya están mostrando señales crecientes de fragmentación debido a la división en bloques geopolíticos. Las empresas occidentales han estado incrementando la inversión en países (occidentales) afines, al tiempo que la han reducido en países (orientales) geopolíticamente distantes³. Dentro del bloque occidental, los flujos de IED *greenfield* han ido aumentando desde 2016, mientras que entre los bloques oriental y occidental han disminuido, lo que sugiere que las empresas occidentales están aplicando cada vez más estrategias de *friend-shoring* o *near-shoring* para trasladar su capacidad de producción (gráfico A). El incremento de la inversión *greenfield* dentro de los bloques es acorde con la evidencia obtenida de las presentaciones de resultados (*earning calls*) de empresas, en las que se ha observado un aumento notable de las referencias al *friend-shoring*.

Gráfico A

Flujos mundiales de IED *greenfield*

(medias móviles de cuatro trimestres, mm de dólares estadounidenses)



Fuentes: fDi Markets y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden al primer trimestre de 2024.

Los flujos de salida de la zona del euro han seguido la misma tendencia, y la inversión *greenfield* se ha ido orientando de manera creciente hacia países alineados geopolíticamente, como Estados Unidos. Los países del bloque occidental, en particular Estados Unidos, parecen estar atraiendo cada vez más flujos de IED de la zona del euro. Uno de los motivos puede ser que las empresas de la zona están intentando aumentar el contenido producido localmente para el mercado norteamericano en respuesta a los incentivos creados por la Ley de Reducción de la Inflación (IRA, por sus siglas en inglés) estadounidense⁴. A su vez, los flujos de IED *greenfield* hacia la zona del euro proceden predominantemente de

³ Para analizar la fragmentación de la IED, se supone que la economía mundial se divide en tres bloques distintos: un bloque «occidental» (con Estados Unidos en el epicentro), un bloque «oriental» (con China como en el epicentro) y un bloque «neutral» integrado por países no alineados. Esta clasificación se basa en el índice geopolítico descrito en el artículo monográfico titulado «[Geopolitical fragmentation risks and international currencies](#)», *The international role of the euro*, BCE, junio de 2023.

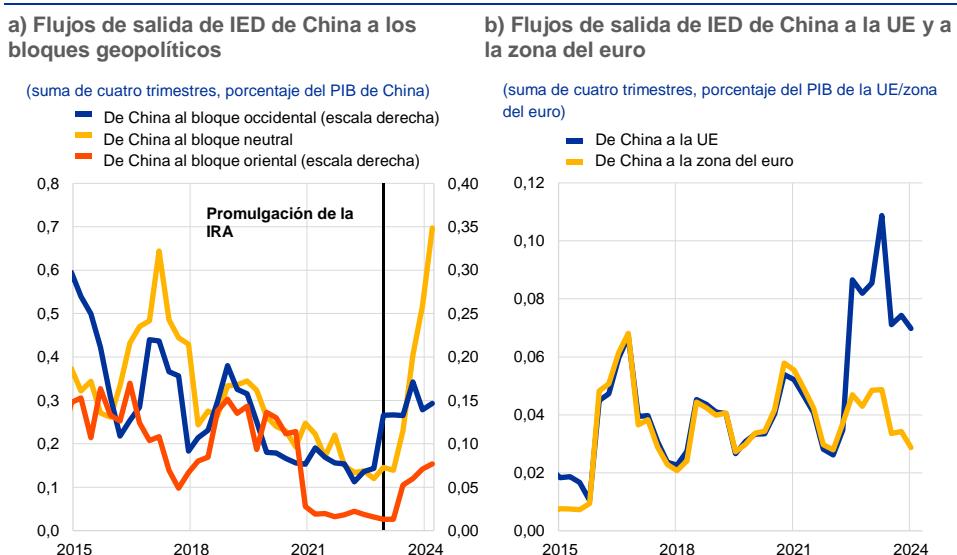
⁴ Esta Ley impulsa de forma significativa los esfuerzos de Estados Unidos en la lucha contra el cambio climático y pretende aumentar la capacidad del país para atraer tecnologías verdes clave. La Ley establece importantes incentivos financieros (como créditos fiscales para la adquisición de vehículos eléctricos e inversiones en equipos de energías renovables) condicionados a exigencias específicas de contenido nacional.

Estados Unidos, y las inversiones del país norteamericano representaron más del 30 % de las entradas totales de estos flujos en 2023. El repunte reciente de la inversión en la zona del euro parece ser parte de una tendencia más general de reorientar las inversiones estadounidenses a países más alineados y neutrales en detrimento de China.

Aunque los flujos entre los bloques opuestos han sido relativamente contenidos, se dispone asimismo de evidencia de que las empresas han incrementado la inversión entre los bloques geopolíticos anticipándose a la adopción de medidas proteccionistas y de aranceles de represalia. Los datos disponibles señalan que el flujo de IED de China hacia los bloques neutral y occidental aumentó considerablemente en torno a la fecha de promulgación de la IRA. Ello sugiere que, en respuesta a las mayores exigencias de contenido local introducidas por esta ley, las empresas chinas trasladaron su producción para eludir las restricciones comerciales impuestas a sus productos (panel a del gráfico B). Esta dinámica es similar a la observada con posterioridad a 2016, cuando la amenaza de subida de los aranceles estadounidenses a los productos chinos coincidió con un aumento de los flujos de IED de China a los bloques occidental y neutral. Además, mientras que, en general, los flujos de IED *greenfield* de la zona del euro a China muestran una tendencia a la baja, las empresas alemanas, impulsadas principalmente por el sector del automóvil, han incrementado sus inversiones en ese país en los últimos años. Al mismo tiempo, se observan indicios de que las empresas chinas han aumentado el contenido de su producción local en la UE, sobre todo en países no pertenecientes a la zona del euro, en particular en Hungría (panel b del gráfico B). Esto también podría deberse a la deslocalización preventiva de la producción por parte de las empresas en anticipación a una escalada de las tensiones comerciales.

Gráfico B

Flujos de IED *greenfield* procedentes de China



Fuentes: fDi Markets y cálculos del BCE.

Notas: La línea vertical del panel a se refiere al tercer trimestre de 2022, cuando se promulgó la IRA. Las últimas observaciones corresponden al primer trimestre de 2024.

Un análisis econométrico más formal sugiere que la fragmentación en bloques geopolíticos ha aumentado con el tiempo. En el análisis se utiliza un modelo de gravedad para los flujos de IED que distingue entre los flujos dentro de los bloques occidental y oriental y los flujos entre bloques⁵. Los resultados apuntan a que las tendencias observadas en los flujos mundiales de IED en función de bloques geopolíticos, como se muestra en el gráfico A, no estuvieron determinadas por características específicas de cada país (como el crecimiento económico), sino que reflejan la creciente fragmentación geopolítica. Con independencia de la distancia geográfica, se estima que los flujos de IED dentro de los bloques geopolíticos fueron casi tres veces superiores a los flujos de IED entre los bloques durante los tres años transcurridos hasta el primer trimestre de 2024 (gráfico C).

Gráfico C

Ratio de flujos de IED dentro de los bloques en relación con los flujos de IED entre los bloques



Fuente: Cálculos del BCE.

Notas: El gráfico muestra la ratio entre los coeficientes de los flujos de IED dentro de los bloques oriental y occidental en relación con los coeficientes de los flujos de IED entre los dos bloques, estimada utilizando un modelo de gravedad con ventanas móviles de doce trimestres entre el primer trimestre de 2003 y el primer trimestre de 2024. La última observación corresponde al primer trimestre de 2024 y se refiere a un período de estimación comprendido entre el segundo trimestre de 2021 y el primer trimestre de 2024.

La evidencia econométrica muestra que el efecto global de las divisiones geopolíticas en la IED es negativo. El análisis realizado permite concluir que el efecto de la distancia geopolítica en los flujos de IED *greenfield* a nivel mundial y en la zona del euro se ha acrecentado desde la invasión rusa de Ucrania (gráfico D)⁶. Las estimaciones del modelo sugieren que la creciente brecha geopolítica ha

⁵ Se estima un modelo de gravedad para los flujos trimestrales de IED *greenfield* entre casi 200 países de origen y de destino para el período comprendido entre el primer trimestre de 2003 y el primer trimestre de 2024, utilizando variables ficticias (*dummy*) para los flujos de IED dentro y entre los bloques geopolíticos. El modelo de gravedad analiza los flujos dentro y entre los bloques occidental y oriental en relación con una tercera categoría, «otros», que engloba los flujos entre estos dos bloques y países neutrales (no alineados) y los flujos entre estos últimos.

⁶ En lugar de incluir variables ficticias para reflejar la alineación geopolítica como se ha descrito anteriormente, en el análisis se ha utilizado la distancia geopolítica medida por un índice propuesto en M. A. Bailey, A. Strezhnev y E. Voeten, «Estimating Dynamic State Preferences from United Nations Voting Data», *The Journal of Conflict Resolution*, vol. 61, n.º 2, febrero de 2017, pp. 430-456, que se basa en los patrones de votación en las Asambleas Generales de las Naciones Unidas para aproximar la distancia geopolítica, según S. Aiyar, D. Malacrino y A. F. Presbitero, «Investing in friends: The role of geopolitical alignment in FDI flows», *European Journal of Political Economy*, vol. 83, junio de 2024.

frenado los flujos mundiales de IED en torno a un 3 % (o 30 mm de euros)⁷. En el caso de la zona del euro, el valor de los proyectos de IED *greenfield* anunciados también es sustancialmente más bajo en los países de destino más alejados geopolíticamente, y esta relación negativa se ha acentuado mucho más desde la invasión rusa de Ucrania, con una caída de los flujos anuales de 14 mm de euros. Además se observa que el aumento de la distancia geopolítica entre la zona del euro y China durante el mismo período se asocia a un descenso de alrededor del 20 % de los flujos entre las dos áreas⁸.

Gráfico D

Efecto de la distancia geopolítica en los flujos bilaterales de IED *greenfield* a lo largo del tiempo



Fuentes: fDi Markets y cálculos del BCE.

Notas: El gráfico muestra los coeficientes de la distancia geopolítica para la zona del euro y el resto del mundo, estimados utilizando un modelo de gravedad de Aiyar *et al.*, *op. cit.* Los puntos representan estimaciones puntuales, mientras que las barras se refieren a un intervalo de confianza del 95 %. Se excluyen los flujos dentro de la zona del euro.

El impacto de los cambios en la IED sobre el comercio y la producción de la zona del euro sigue siendo incierto. Por una parte, un cambio para incrementar la producción en Estados Unidos o en otros países por parte de las empresas de la zona del euro —por ejemplo, en respuesta a las exigencias de contenido local— podría frenar la producción interna. Por otra, un aumento de las salidas de IED podría salvaguardar la competitividad general de los exportadores europeos y, por ejemplo, al aumentar los ingresos procedentes de la IED, podría contribuir a preservar algunos puestos de trabajo en el país en cuestión, en especial en el sector de servicios empresariales de alta cualificación. Además, la zona del euro y otros países de la UE también parecen haberse beneficiado de entradas de IED, que en

⁷ Estos efectos se refieren a un escenario contrafactual de ausencia de tensiones geopolíticas, pero no necesariamente a un escenario contrafactual en el que las empresas no responden de manera óptima a los riesgos asociados diversificando los suministros y la producción, y adquiriendo seguros frente a perturbaciones futuras.

⁸ Estos resultados son robustos incluso al excluir Rusia de la muestra, por lo que se puede descartar la posibilidad de que un desacoplamiento general entre Occidente —en particular la zona del euro— y Rusia esté determinando las estimaciones más elevadas de los coeficientes en el período más reciente. Además, el punto hasta el que la zona del euro puede haber perdido atractivo, en general, como destino de inversión debido a su cercanía a la zona del conflicto y, entre otros motivos, a la perturbación de los precios de la energía que desencadenó, estaría controlado por los efectos fijos del país de destino variables en el tiempo.

promedio se han situado en el 0,7 % del PIB desde 2022, superando los niveles previos a la pandemia⁹. En líneas más generales, en la medida en que un cambio en los patrones globales de la IED *greenfield* en función de bloques geopolíticos anticipa una aceleración de la fragmentación de las redes comerciales mundiales, las tendencias identificadas podrían resultar perjudiciales para la producción mundial y de la zona del euro. Dados sus mayores grados de apertura comercial e integración en las cadenas globales de valor, tal fragmentación sería más perjudicial para la zona del euro que para otras grandes economías¹⁰.

⁹ Esta evolución es comparable a la de Estados Unidos, donde las entradas de IED se han situado, en promedio, en el 0,6 % del PIB desde 2022, superando también los niveles anteriores a la pandemia.

¹⁰ Véase el recuadro titulado «*Friend-shoring* de las cadenas globales de valor: un análisis basado en modelos», *op. cit.*

Evidencia e implicaciones económicas de la relación entre los precios del petróleo y el dólar estadounidense

Martino Ricci

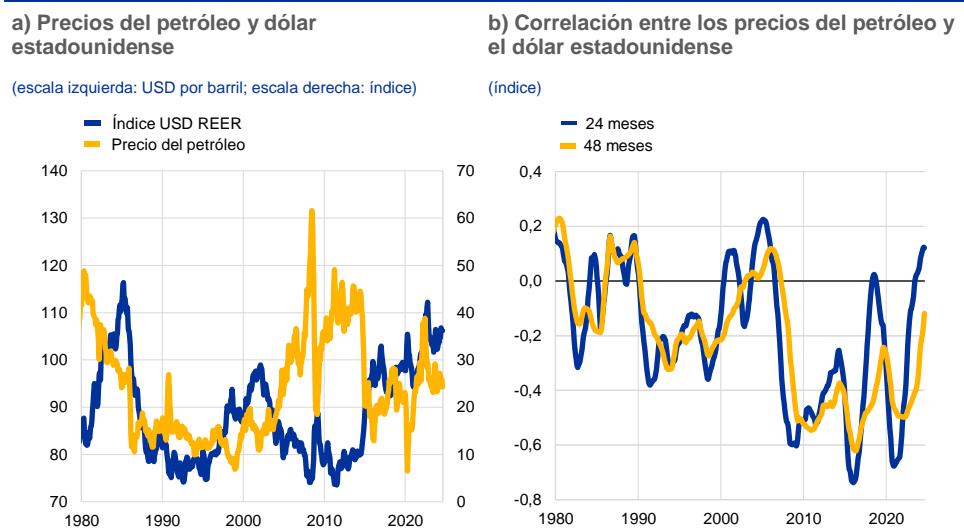
En los últimos años, la subida de los precios del petróleo ha tendido a coincidir con un fortalecimiento del dólar estadounidense, que posiblemente ha intensificado la dinámica de la inflación en la zona del euro. Históricamente, no ha existido una relación clara entre los precios del petróleo y la moneda de Estados Unidos (panel a del gráfico A). En el período posterior a la crisis financiera mundial, la correlación tendió a ser negativa. Este comovimiento, más que reflejar una relación causal, fue muy probablemente el resultado de perturbaciones específicas —en particular, los cambios en la aversión global al riesgo— que provocaron que los precios del petróleo y el dólar estadounidense se movieran en direcciones opuestas (panel b del gráfico A)¹. Sin embargo, estudios recientes sugieren que el hecho de que Estados Unidos pasara a ser un exportador de petróleo ha contribuido a que la correlación sea constantemente positiva². Dado que el crudo se negocia sobre todo en dólares estadounidenses, un comovimiento sistemáticamente positivo implicaría que su precio en moneda local es más volátil que en dólares, lo que podría intensificar el impacto inflacionista de las perturbaciones de esta materia prima en sus importadores netos, como la zona del euro. Los modelos empíricos presentados en este recuadro muestran que el comovimiento observado todavía parece ser, en gran medida, la consecuencia de perturbaciones concretas que han llevado a ambas variables a fluctuar en la misma dirección, y no el reflejo de un cambio estructural en la relación entre los precios del petróleo y el dólar estadounidense.

¹ Estudios anteriores han mostrado que los repuntes de la aversión al riesgo a escala mundial explicaron, en gran parte, la correlación negativa en torno a la época de la crisis financiera global; véase M. Fratzscher, D. Schneider e I. Van Robays, «*Oil prices, exchange rates and asset prices*», *Working Paper Series*, n.º 1689, BCE, 2014.

² B. Hofmann, D. Igna y D. Rees, «*The changing nexus between commodity prices and the dollar: causes and implications*», *BIS Bulletin*, n.º 74, Banco de Pagos Internacionales, 2023, y D. Rees, «*Commodity prices and the US Dollar*», *BIS Working Papers*, n.º 1083, Banco de Pagos Internacionales, 2023. Sin embargo, esta correlación positiva no es algo novedoso, ya que en ocasiones también lo fue antes de 2007, cuando Estados Unidos era aún un importador neto de petróleo.

Gráfico A

Evolución y correlación entre los precios del petróleo y el dólar estadounidense



Fuentes: J.P. Morgan, US Energy Information Administration y cálculos del BCE.

Notas: Las últimas observaciones corresponden a agosto de 2024. Panel a: «Índice USD REER» es el índice de tipos de cambio efectivos reales del dólar estadounidense frente a un grupo reducido de monedas. «Precio del petróleo» es el precio al contado del barril de West Texas Intermediate en dólares estadounidenses, deflactado por el índice de precios de consumo de Estados Unidos. Panel b: Se calculan correlaciones móviles de 24 y 48 meses para las variaciones intermensuales de las variables.

La relación entre los precios del petróleo y el dólar estadounidense podría haber cambiado cuando Estados Unidos empezó a producir y exportar petróleo a gran escala.

La producción estadounidense de crudo se ha duplicado con creces en los quince últimos años (panel a del gráfico B), impulsada por el auge del petróleo no convencional (*shale oil*) y por la revocación de la prohibición de exportar crudo que aprobó el Congreso estadounidense en 2015. Como resultado, el país norteamericano pasó a ser exportador neto de petróleo a finales de 2019³, lo que podría haber alterado la relación entre los precios de esta materia prima y el dólar de dos maneras principales. En primer lugar, puede haber cambiado el efecto que tienen las perturbaciones de oferta de petróleo sobre la relación real de intercambio de Estados Unidos, que está vinculada a los tipos de cambio a través de la balanza comercial. La relación real de intercambio de productos derivados de materias primas y los precios del petróleo, que habían estado estrechamente correlacionados, comenzó a disociarse gradualmente en Estados Unidos después de 2015, y la correlación cambió de signo cuando el país se convirtió en exportador neto (panel b del gráfico B). En segundo lugar, el aumento acusado de la producción petrolera estadounidense puede haber modificado la respuesta de la demanda interna agregada a las perturbaciones de oferta de crudo. Por ejemplo, un encarecimiento del petróleo podría aumentar el atractivo de las inversiones en el sector petrolero, lo que favorecería la demanda interna y, por tanto, fortalecería el dólar estadounidense.

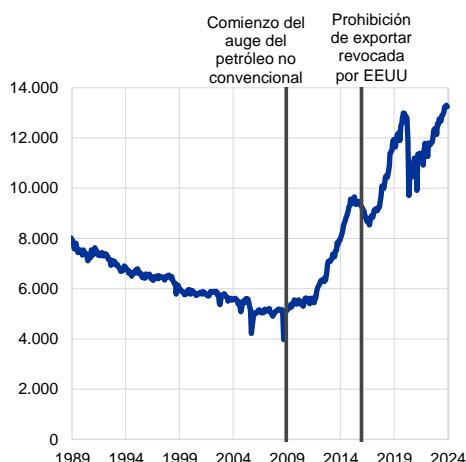
³ Según datos de la US Energy Information Administration, Estados Unidos es exportador neto de petróleo cuando se incluyen los productos petrolíferos, pero es importador neto si solo se considera el crudo.

Gráfico B

Producción estadounidense de crudo, precios del petróleo y relación real de intercambio de materias primas en Estados Unidos

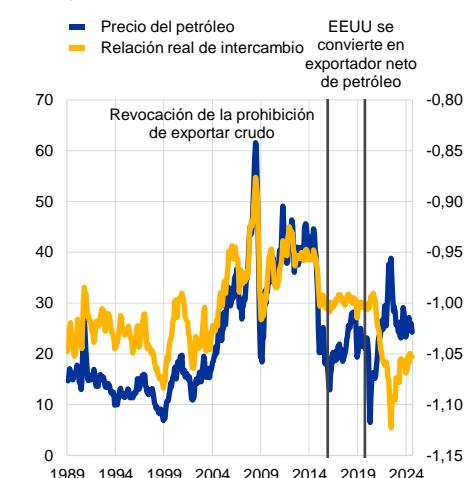
a) Producción estadounidense de crudo

(miles de barriles diarios)



b) Precios del petróleo y relación real de intercambio de materias primas en Estados Unidos

(escala izquierda: USD por barril; escala derecha: índice, escala invertida)



Fuentes: Agencia Internacional de la Energía, US Energy Information Administration, Citi y cálculos del BCE.

Notas: Las últimas observaciones corresponden a agosto de 2024. Panel b: «Precio del petróleo» se refiere al precio al contado del petróleo West Texas Intermediate deflactado por el índice de precios de consumo de Estados Unidos. «Relación real de intercambio» se refiere al Citi Commodity Terms of Trade Index.

Los resultados empíricos presentados en este recuadro indican que el cambio estructural observado en el mercado del petróleo estadounidense no ha sido suficiente para que la correlación entre el petróleo y el dólar sea sistemáticamente positiva. Para analizar la variación temporal de la relación entre los precios del petróleo y el dólar estadounidense se utiliza un modelo mensual de proyecciones locales basado en estimaciones de perturbaciones de oferta de crudo. El período de estimación se divide en tres episodios y cada uno refleja una etapa diferente en la transformación de Estados Unidos en un exportador neto de petróleo⁴.

- En el período comprendido entre 1989 y 1999, cuando la producción petrolera en Estados Unidos era reducida y el país seguía siendo importador neto de petróleo, las perturbaciones de oferta que provocaron una subida de los precios del crudo llevaron a un deterioro de la relación real de intercambio y a un debilitamiento del dólar estadounidense, lo que era de esperar en un país importador de petróleo (columna izquierda del gráfico C).

⁴ En el modelo de proyecciones locales se realiza una regresión de las variables que se muestran en el gráfico C sobre las perturbaciones de oferta de petróleo estimadas en C. Baumeister y J. D. Hamilton, «Structural Interpretation of Vector Autoregressions with Incomplete Identification: Revisiting the Role of Oil Supply and Demand Shocks», *American Economic Review*, vol. 109, n.º 5, mayo de 2019, pp. 1873-1910. En el modelo se utilizan seis retardos y controles para la actividad económica, la inflación y la política monetaria. La muestra empleada abarca desde enero de 1989 hasta marzo de 2023.

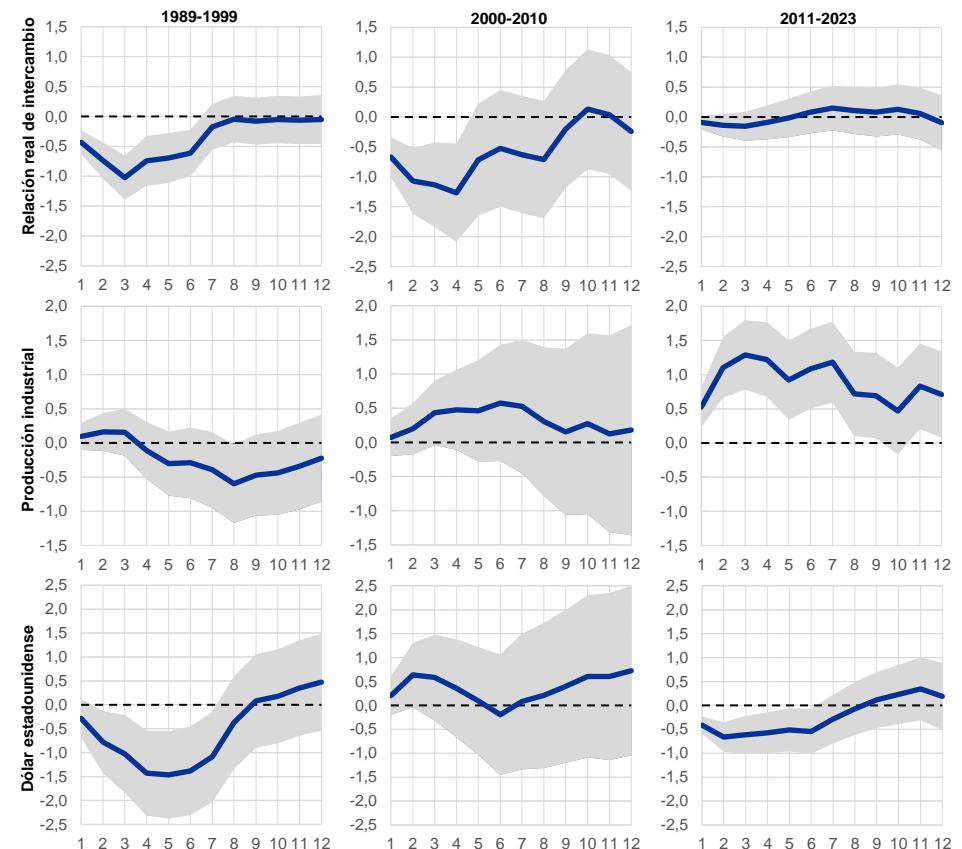
- En el período transcurrido entre los años 2000 y 2010, cuando la producción de petróleo comenzó a aumentar, pero el país continuaba siendo mayormente un importador, las perturbaciones de oferta de petróleo empezaron a respaldar la producción industrial interna, aunque no de forma significativa. No obstante, el efecto sobre la relación real de intercambio siguió siendo negativo, ya que Estados Unidos era todavía un importador neto de petróleo. Como consecuencia, la respuesta del dólar a las perturbaciones de oferta de petróleo fue menos negativa —incluso insignificante— durante ese período (columna central del gráfico C).
- En el período más reciente, que va desde 2011 hasta 2023, cuando el país produjo cantidades significativas de crudo y pasó a ser un exportador neto, la relación real de intercambio ya no se deterioró tras el encarecimiento provocado por las perturbaciones de oferta de petróleo. Al mismo tiempo, la producción industrial recibió un mayor impulso acorde con el incremento de la producción interna de esta materia prima. Con todo, en conjunto y según el modelo, estos cambios no fueron lo suficientemente contundentes para revalorizar el dólar de forma significativa y crear una relación positiva sistemática entre las dos variables, dado que la respuesta de la moneda estadounidense a las perturbaciones de oferta de petróleo durante ese período fue negativa (columna derecha del gráfico C).

Gráfico C

Respuesta de las variables de Estados Unidos a las perturbaciones de oferta de petróleo a lo largo del tiempo

(porcentajes)

Intervalo de confianza del 95 %
Mediana



Fuente: Cálculos del BCE.

Nota: Los gráficos muestran las respuestas a lo largo del tiempo de la relación real de intercambio, la producción industrial y el dólar (tipo de cambio efectivo real) de Estados Unidos a perturbaciones de oferta de petróleo que aumentan los precios en un 10 % en el momento del impacto.

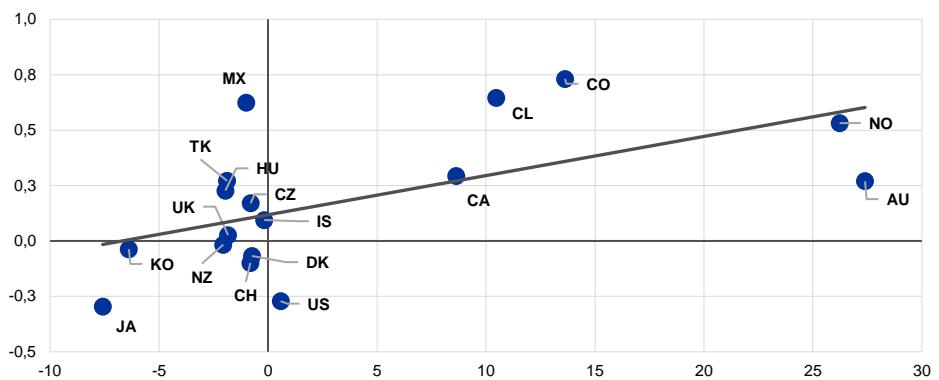
Dos son los principales factores que podrían explicar la ausencia de un efecto positivo más intenso en el dólar estadounidense. Primero, las exportaciones netas de petróleo de Estados Unidos en porcentaje del total de exportaciones siguen situándose en niveles bajos en comparación con países como Noruega o Australia, con «monedas dependientes de materias primas» que se aprecian claramente después de perturbaciones de oferta de petróleo (gráfico D). Segundo, la razón podría ser que la subida de los precios del crudo frena el comercio mundial, que es intensivo en dólares y, por tanto, afecta negativamente a la moneda estadounidense⁵.

⁵ Véase E. Boz, C. Casas, G. Georgiadis, G. Gopinath, H. Le Mezo, A. Mehl y T. Nguyen, «[Patterns of invoicing currency in global trade: New Evidence](#)», *Journal of International Economics*, Elsevier, vol. 136, 2022.

Gráfico D

Respuesta del tipo de cambio a las perturbaciones de oferta de petróleo y exportaciones netas de materias primas

(eje de ordenadas: respuesta del tipo de cambio en porcentaje; eje de abscisas: exportaciones netas de materias primas en porcentaje del comercio total)



Fuentes: Cálculos del BCE y The Growth Lab de la Universidad de Harvard.

Notas: El gráfico muestra la respuesta del tipo de cambio real en el primer mes siguiente a una perturbación de oferta de petróleo que eleva los precios de esa materia prima en un 10 %. Se emplea la perturbación que figura en Baumeister y Hamilton¹. Las materias primas aparecen definidas como minerales en *Atlas of Economic Complexity*, herramienta de visualización de datos desarrollada por Harvard Kennedy School of Government, e incluyen la energía y los metales.

1) Véase C. Baumeister y J. D. Hamilton, «Structural Interpretation of Vector Autoregressions with Incomplete Identification: Revisiting the Role of Oil Supply and Demand Shocks», *American Economic Review*, vol. 109, n.º 5, mayo de 2019, pp. 1873-1910.

Parece que la correlación positiva sigue obedeciendo a una combinación de perturbaciones más que a un cambio estructural en la relación entre los precios del petróleo y el dólar estadounidense. Se usa un modelo diario de vectores autorregresivos bayesianos (BVAR, por sus siglas en inglés), que identifica conjuntamente los principales determinantes de los movimientos de los precios del petróleo y del dólar estadounidense, para valorar la importancia de las perturbaciones de dicha materia prima en comparación con otros factores que influyen en la evolución del dólar⁶. Según este modelo, el comovimiento positivo entre los precios del petróleo y la moneda estadounidense es mayormente el resultado de una serie específica de perturbaciones que se produjeron en el pasado y provocaron que los precios del crudo y el dólar se movieran en la misma dirección. Esto puede ilustrarse mediante la descomposición de estas dos variables en sus principales determinantes durante un episodio reciente caracterizado por una correlación positiva persistentemente elevada (gráfico E).

- Entre junio de 2021 y el mismo mes de 2022, cuando la economía de Estados Unidos se recuperaba de la perturbación ocasionada por el COVID-19, la Reserva Federal inició su ciclo de endurecimiento monetario y Rusia invadió Ucrania, la fortaleza del dólar estadounidense se explicó en gran parte por el tono más restrictivo de la política monetaria de la Reserva Federal, así como por una economía norteamericana más fuerte de lo esperado (panel a del gráfico E). Al mismo tiempo, los precios del petróleo se incrementaron de forma

⁶ En el modelo se consideran las siguientes variables: el TCEN (tipo de cambio efectivo nominal) del dólar, los precios del petróleo, la relación real de intercambio de materias primas, los precios de las acciones estadounidenses (excluido el sector petroero) y los rendimientos a dos años de Estados Unidos. Las perturbaciones se identifican utilizando restricciones de signo y restricciones narrativas. La muestra considerada corresponde al período 2015-2024 para tener en cuenta el cambio estructural observado en la economía estadounidense.

acusada, sobre todo como resultado de las disrupciones en la oferta relacionadas con los riesgos geopolíticos (panel b del gráfico E).

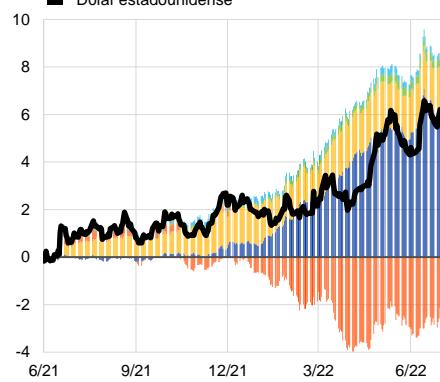
Gráfico E

Descomposición histórica del dólar estadounidense y los precios del petróleo: episodios seleccionados

a) Dólar estadounidense

(contribuciones en puntos porcentuales con base en el comienzo del período, junio de 2021-julio de 2022)

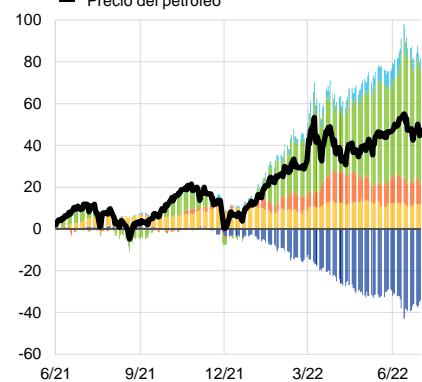
- Perturbación de política monetaria
- Perturbación macroeconómica en EEUU
- Perturbación vinculada al riesgo global
- Perturbación del petróleo
- Perturbación no identificada
- Dólar estadounidense



b) Precios del petróleo

(contribuciones en puntos porcentuales con base en el comienzo del período, junio de 2021-julio de 2022)

- Perturbación de política monetaria
- Perturbación macroeconómica en EEUU
- Perturbación vinculada al riesgo global
- Perturbación del petróleo
- Perturbación no identificada
- Precio del petróleo



Fuente: Cálculos del BCE.

Notas: Los gráficos muestran la descomposición histórica del componente cíclico del tipo de cambio nominal del dólar frente a un grupo amplio de monedas y los precios del petróleo utilizando un modelo BVAR diario con restricciones de signo y restricciones narrativas. El modelo se estima durante el período comprendido entre 2015 y 2024.

En general, estos resultados indican que no es probable que el comovimiento positivo observado a menudo entre los precios del petróleo y el dólar estadounidense sea sistemático. La correlación sigue reflejando una serie específica de perturbaciones. El fortalecimiento del dólar podría, en ocasiones, reforzar el impacto inflacionista de las subidas de los precios del petróleo en los países importadores de esa materia prima, mientras que el debilitamiento de la moneda estadounidense podría frenar dicho impacto. Con el tiempo, a medida que Estados Unidos pase a ser un mayor exportador neto de crudo, la relación entre las perturbaciones del petróleo y el dólar estadounidense podría ser cada vez más positiva.

El impacto de las entidades con fines especiales en los vínculos financieros transfronterizos de la zona del euro

Lorenz Emter, Fausto Pastoris, Carmen Picón Aguilar y Martin Schmitz

Los nuevos datos publicados por el BCE sobre las entidades con fines especiales (EFE) muestran que estas tienen un impacto considerable en los vínculos financieros transfronterizos de la zona del euro. En el contexto de las estadísticas del sector exterior, las EFE se definen como entidades jurídicas controladas por inversores no residentes, que no tienen autonomía de decisión ni desarrollan una actividad económica significativa en su país de constitución¹. La interpretación de las estadísticas transfronterizas internacionales se ha complicado en las últimas décadas debido a la creciente importancia de los centros financieros y a la complejidad cada vez mayor de las cadenas de intermediación financiera². Las empresas multinacionales, en particular, tienden a utilizar estructuras organizativas complejas formadas por numerosas entidades (incluidas EFE) como parte de sus estrategias de optimización fiscal y maximización de los beneficios. Por consiguiente, los datos sobre las EFE son fundamentales para el correcto análisis de los vínculos financieros de la zona del euro. En los nuevos datos publicados por el BCE se identifican por separado las transacciones y las posiciones de las EFE con el exterior, lo que permite investigar el impacto de estas entidades en los vínculos financieros transfronterizos de los distintos países de la zona del euro y de la zona del euro en su conjunto³.

Aunque las EFE contribuyen a que haya vínculos financieros transfronterizos muy elevados, suelen tener un impacto muy limitado en la actividad económica real del país receptor. Los no residentes crean EFE con el fin de beneficiarse de ventajas en la jurisdicción de acogida, como una menor carga regulatoria o impositiva, un acceso más fácil a los mercados de capitales y a servicios financieros, o unos altos niveles de protección de los inversores. Las EFE de la zona del euro incluyen compañías de mera tenencia de participaciones (*holding*), entidades que desarrollan actividades de financiación intragrupos, empresas que actúan como canalizadoras de fondos (*financial conduits*) y entidades que recaudan los cánones (*royalties*) y los derechos de licencia dentro del grupo.

¹ Según la definición de EFE acordada internacionalmente para las estadísticas del sector exterior (véase «[Final Report of the Task Force on Special Purpose Entities](#)», Comité del FMI sobre Estadísticas de Balanza de Pagos, 2018), dichas entidades: i) tienen cinco empleados como máximo, ii) no tienen ninguna —o escasa— presencia y producción físicas en la economía de acogida, iii) operan casi exclusivamente con no residentes y iv) gran parte de su balance financiero suele consistir en activos y pasivos transfronterizos.

² Para una descripción reciente de las dificultades de medición que afectan a las estadísticas sobre inversión transfronteriza, véase P. R. Lane, «[Euro area international financial flows: analytical insights and measurement challenges](#)», discurso pronunciado en la conferencia conjunta del Banco de España, el Irving Fisher Committee on Central Bank Statistics y el BCE titulada «External statistics after the pandemic: addressing novel analytical challenges», 12 de febrero de 2024, Madrid.

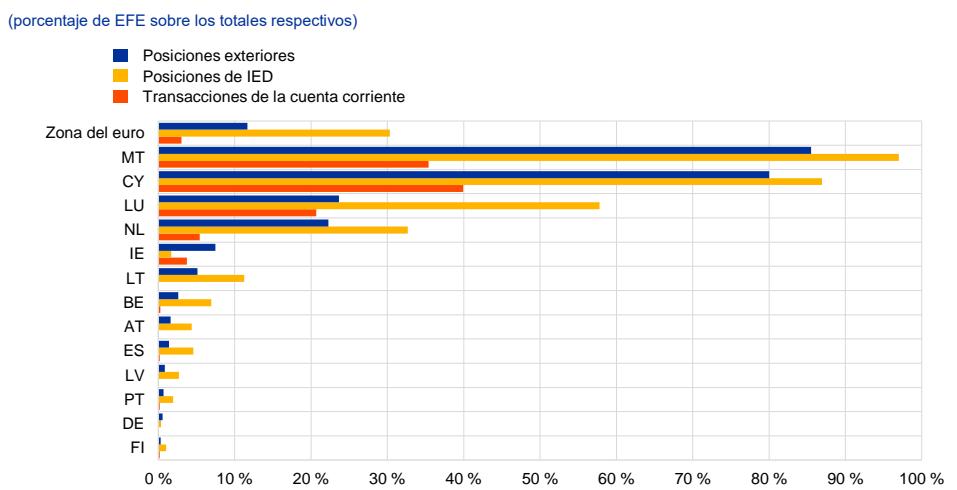
³ Estas estadísticas se presentan de conformidad con la versión modificada de la [Orientación del BCE en materia de estadísticas exteriores \(Orientación BCE/2022/23\)](#) e incluyen desgloses adicionales de la balanza de pagos trimestral y de la posición de inversión internacional de las EFE residentes. En abril de 2024 se publicaron por primera vez series trimestrales sobre las EFE para todos los países de la zona del euro y la zona del euro en su conjunto. Puede consultarse información más detallada adicional en el [sitio web del BCE](#).

Las EFE suelen involucrar grandes flujos de traspaso de fondos (*pass-through*) que no se incorporan a la economía doméstica, pero que inflan la inversión transfronteriza total. Además, estos flujos complican el análisis de la geografía de los vínculos financieros globales, ya que están fuertemente relacionados con los centros financieros. Asimismo, las EFE pueden desdibujar el vínculo entre los flujos de inversión transfronteriza y la actividad económica real.

Las EFE representan más del 10 % de los vínculos financieros transfronterizos totales de la zona del euro y el 30 % de los vínculos de inversión extranjera directa (IED) de la zona, debido a la influencia de varios centros financieros en la zona del euro. Las EFE también suponen alrededor del 20 % de los flujos de ingresos brutos de IED de la zona del euro, que reflejan, sobre todo, los beneficios o los ingresos por intereses que se transfieren a través de ellas de las filiales extranjeras a las matrices extranjeras. A nivel de país, las EFE predominan en las cuentas exteriores de Malta y Chipre, especialmente en lo que respecta a la IED, y tienen un impacto sustancial en las de Luxemburgo, Países Bajos e Irlanda (gráfico A).

Gráfico A

Relevancia de las EFE para las cuentas exteriores de la zona del euro



Fuentes: BCE y cálculos del BCE.

Notas: Para las posiciones, los datos muestran la situación al final del segundo trimestre de 2024; para las transacciones de la cuenta corriente, los datos muestran las sumas de los cuatro trimestres hasta el final del segundo trimestre de 2024. Para cada país, los datos de las posiciones se basan en la suma de los activos y los pasivos, y los de las transacciones en la suma de los ingresos y los pagos. Solo figuran los países de la zona del euro en los que hay EFE; en los demás países de la zona no existen entidades de este tipo. Los valores para la zona del euro en su conjunto se refieren únicamente a las posiciones y las transacciones frente a entidades de contrapartida de fuera de la zona del euro. El valor de las posiciones de IED de las EFE en Malta es una estimación basada en datos anuales detallados de IED extraídos de Eurostat y de la National Statistics Office de Malta. Las cifras de Lituania correspondientes a las posiciones exterior y de IED se refieren solo a los pasivos.

Aunque las EFE inflan las posiciones exteriores brutas de la zona del euro, su impacto en la posición de inversión internacional neta es limitado. Las EFE aportan más de 4 billones de euros a los activos y pasivos exteriores brutos de la zona del euro (panel a del gráfico B), lo que representa el 12 % del total. Las elevadas posiciones brutas de IED de los Países Bajos y Luxemburgo disminuyen considerablemente cuando se eliminan los vínculos ocasionados por las EFE (panel b del gráfico B). En cambio, las considerables posiciones brutas de IED de Irlanda no se deben a las EFE y reflejan principalmente las filiales de

multinacionales extranjeras con alguna presencia y producción físicas en el país⁴. Malta y Chipre, los países más pequeños de la zona del euro en términos de PIB, también tienen posiciones brutas de IED desproporcionadas como consecuencia de las EFE. Pese a estas posiciones exteriores brutas elevadas, las posiciones de inversión internacional neta de las EFE tienden a estar compensadas, tanto para la zona del euro en su conjunto como para cada uno de los países que la integran (panel a del gráfico B), dado que, por definición, los activos y pasivos de estas entidades son mayormente frente a no residentes.

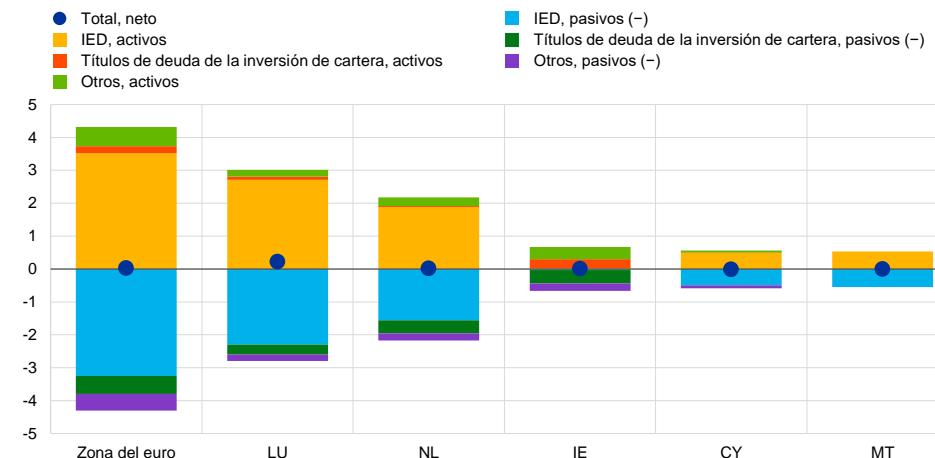
⁴ Las EFE irlandesas participan sobre todo en la emisión de títulos de deuda, por lo que estos se reflejan en los pasivos de la cartera de deuda del país.

Gráfico B

Las EFE inflan las posiciones exteriores de los centros financieros de la zona del euro

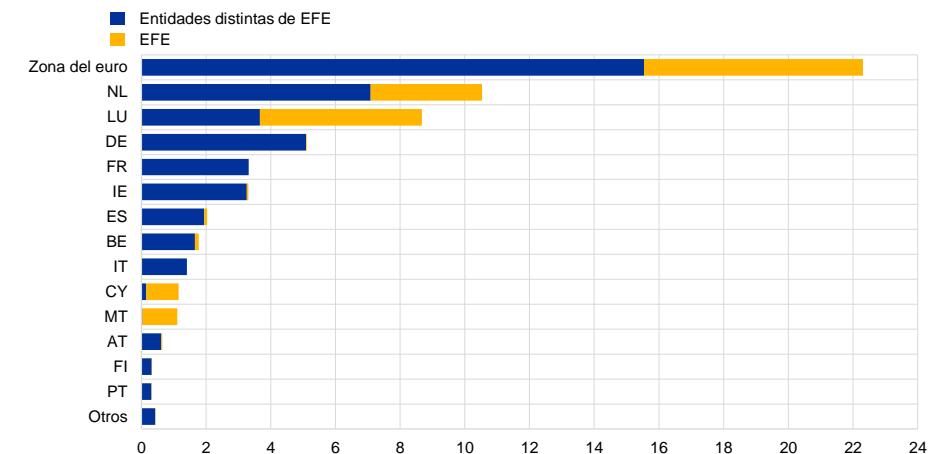
a) Activos y pasivos exteriores de las EFE

(billones de euros; final del II TR 2024)



b) Aportaciones de las EFE a las posiciones brutas de IED

(billones de euros; final del II TR 2024)



Fuentes: BCE y cálculos del BCE.

Notas: Los valores para la zona del euro en su conjunto se refieren únicamente a las posiciones frente a entidades de contrapartida de fuera de la zona del euro. Los valores de los activos y los pasivos de IED de las EFE de Malta son estimaciones basadas en datos anuales detallados de IED extraídos de Eurostat y de la National Statistics Office de Malta. En el panel a, los pasivos se muestran con signo negativo, y «otros» incluye las participaciones de capital de la inversión de cartera, los derivados financieros y otras inversiones. En el panel b, las cifras muestran los saldos combinados de los activos y pasivos de IED, y «otros» incluye todos los países de la zona del euro que no aparecen por separado en el gráfico.

Las aportaciones de las EFE a los activos y pasivos exteriores totales de la zona del euro se han reducido recientemente, desde un nivel elevado, en un contexto de iniciativas nacionales e internacionales que afectan a los entornos regulatorio y fiscal de las multinacionales. Aunque las EFE representaban más del 15 % de los activos y pasivos exteriores totales de la zona del euro a principios de 2020, este porcentaje ha disminuido gradualmente hasta situarse en el 12 % al final del segundo trimestre de 2024. Esta disminución refleja, principalmente, la evolución de la IED, en la que ha descendido la participación de las EFE en los activos y pasivos totales. Entre las razones que explican esta evolución está, por

ejemplo, el hecho de que los inversores extranjeros opten por cerrar las filiales en la zona del euro —o reducir su tamaño— o por reembolsar los saldos vivos de los préstamos intragrupo. En el perfil trimestral de las transacciones subyacentes, los descensos de los activos y pasivos de las EFE han estado estrechamente correlacionados, lo que confirma la hipótesis de que los inversores extranjeros han estado reduciendo los balances de las EFE en la zona del euro⁵. Esto puede indicar que las multinacionales han reestructurado sus actividades globales y sus estructuras empresariales en respuesta a las recientes iniciativas de reforma del impuesto de sociedades a escala mundial, de la UE y nacional, como el Marco Inclusivo de la OCDE y del G-20 sobre la erosión de la base imponible y el traslado de beneficios, la Directiva de la UE sobre un nivel mínimo global de imposición para las empresas multinacionales y los cambios en la legislación nacional relativa al impuesto de sociedades⁶.

El reciente episodio de contracción de la IED de la zona del euro se ha relacionado con las EFE y con «otras instituciones financieras» de características similares, mientras que las sociedades no financieras han mostrado una mayor capacidad de resistencia en lo que respecta a sus patrones de inversión. De hecho, en los dos últimos años se han observado fuertes patrones de desinversión en el caso de las «otras entidades financieras» que, aunque comparten determinadas características con las EFE, no cumplen todos los criterios para definirse como tales (gráfico C). Se trata sobre todo de instituciones financieras de ámbito limitado que son fundamentales para la tenencia de participaciones y las actividades de financiación intragrupo de las empresas multinacionales y que pueden verse afectadas por consideraciones sobre reestructuraciones empresariales similares a las relativas a las EFE. En cambio, las sociedades no financieras suelen asociarse a formas de IED más tradicionales — como la inversión nueva (*greenfield*), la inversión para ampliar la capacidad, o las fusiones y adquisiciones—, y la dinámica de sus inversiones suele estar más estrechamente alineada con los ciclos económicos y financieros mundiales y de la zona del euro⁷.

⁵ Por ejemplo, los datos transaccionales indican que, en el período comprendido entre el primer trimestre de 2020 y el segundo trimestre de 2024, las EFE de Luxemburgo registraron retrocesos acumulados de alrededor de 600 mm de euros tanto en los activos como en los pasivos, mientras que en las de los Países Bajos los descensos fueron de unos 250 mm de euros.

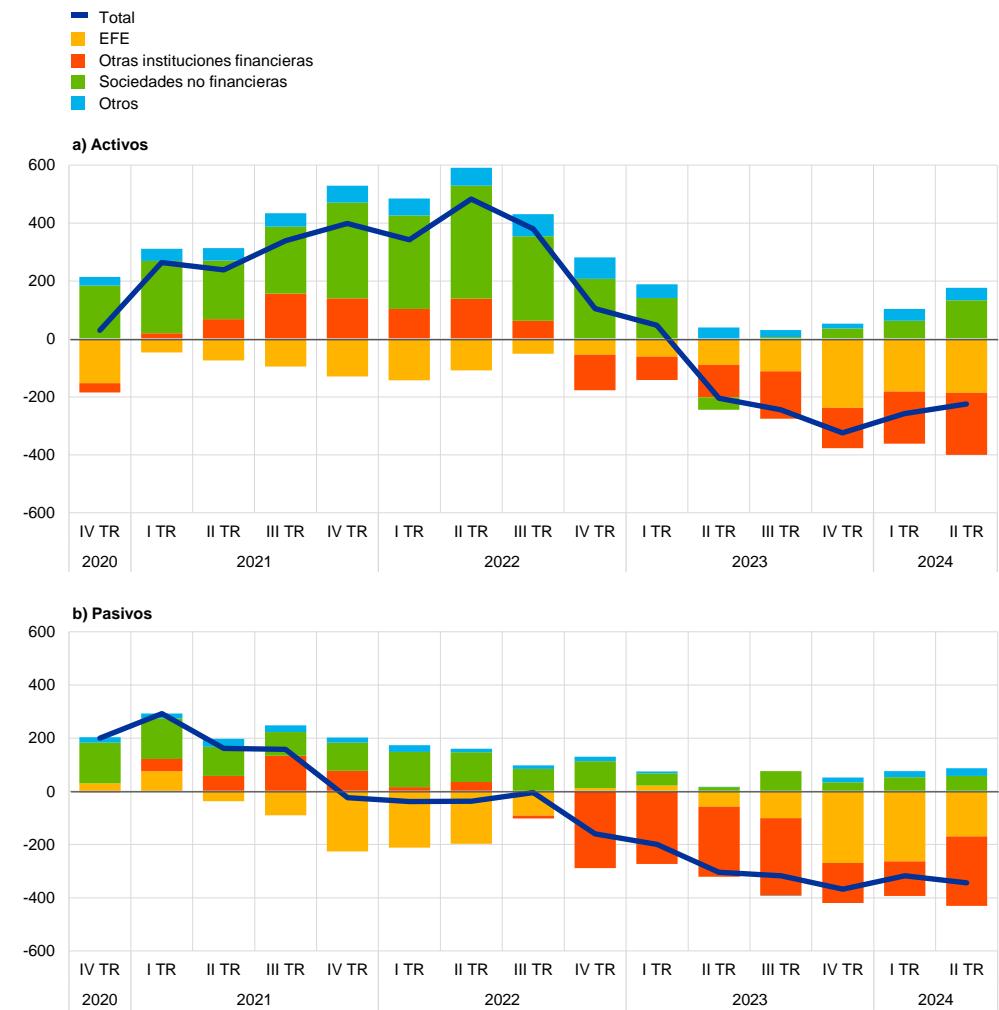
⁶ Para un resumen de las consideraciones en las que se basa el acuerdo del Marco Inclusivo de la OCDE y del G-20 relativo a un tipo efectivo mínimo global del impuesto de sociedades del 15 % para las grandes multinacionales, véase la publicación de la OCDE titulada «[Tax Incentives and the Global Minimum Corporate Tax](#)».

⁷ Véase el recuadro titulado «[Fragmentación geopolítica de los proyectos greenfield de inversión extranjera directa a nivel mundial y en la zona del euro](#)» en este Boletín Económico para consultar evidencia del efecto que tiene la alineación geopolítica sobre la IED *greenfield* a escala global y de la zona del euro.

Gráfico C

Descomposición sectorial de las operaciones de IED de la zona del euro

(mm de euros; flujos acumulados de cuatro trimestres)



Fuentes: BCE y cálculos del BCE.

Notas: Para cada uno de los trimestres indicados en los ejes horizontales, los datos muestran los flujos acumulados de los cuatro trimestres hasta el final del trimestre en cuestión. «Otras instituciones financieras» comprende las instituciones financieras que no son entidades de crédito, fondos del mercado monetario, fondos de inversión, empresas de seguros o fondos de pensiones, y que no están clasificadas como EFE. «Otros» abarca todos los demás sectores residentes.

La evidencia que se presenta en este recuadro pone de relieve el importante papel que desempeñan las EFE en los vínculos financieros de la zona del euro, especialmente en lo que se refiere a la evolución de la IED de los centros financieros. Para muchas cuestiones analíticas relevantes, resulta útil excluir de los datos las aportaciones de las EFE y de «otras instituciones financieras» con características similares. Mejorar adicionalmente las estadísticas disponibles — como la información sobre los países que son la última economía inversora en una relación de IED en la que participan — podría contribuir a comprender mejor la evolución de las actividades financieras transfronterizas de la zona del euro.

4

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

Gwenaël Le Breton, Richard Morris y Moreno Roma

En este recuadro se resumen los resultados de los contactos recientes entre el BCE y representantes de 95 grandes sociedades no financieras que operan en la zona del euro. Los intercambios tuvieron lugar entre el 16 y el 26 de septiembre de 2024¹.

Los contactos señalaron un menor dinamismo de la actividad empresarial durante los meses de verano, observado principalmente en el sector industrial (panel a de los gráficos A y B). Este menor dinamismo reflejó, en particular, la creciente preocupación por la competitividad y la incertidumbre cada vez mayor en torno a la transición ecológica, así como los acontecimientos políticos en Europa y en el mundo. Estos desarrollos estaban llevando a que las empresas redujeran la inversión y se centraran en la reducción de costes, lo que también afectaba a la confianza de los consumidores. No obstante, la visión general seguía siendo acorde con un avance modesto de la actividad general, ya que el crecimiento sostenido de los servicios compensaba la desaceleración de la producción manufacturera. La actividad general tendió a situarse por debajo de las expectativas anteriores, sobre todo en Alemania y Francia, pero, en conjunto, mostró una mayor capacidad de resistencia en otros países.

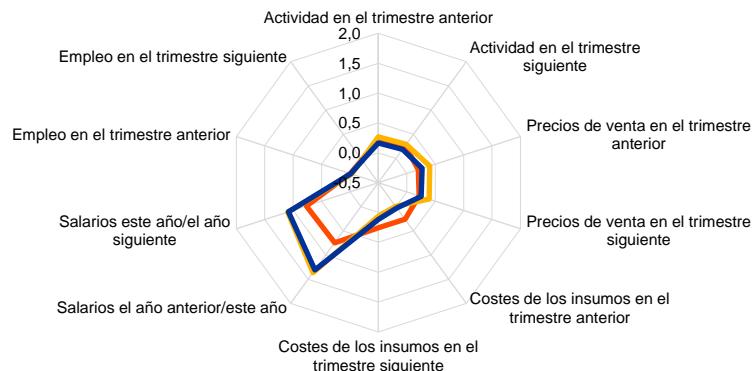
¹ Para más información sobre la naturaleza y el propósito de estos contactos, véase el artículo titulado «[The ECB's dialogue with non-financial companies](#)», *Boletín Económico*, número 1, BCE, 2021.

Gráfico 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



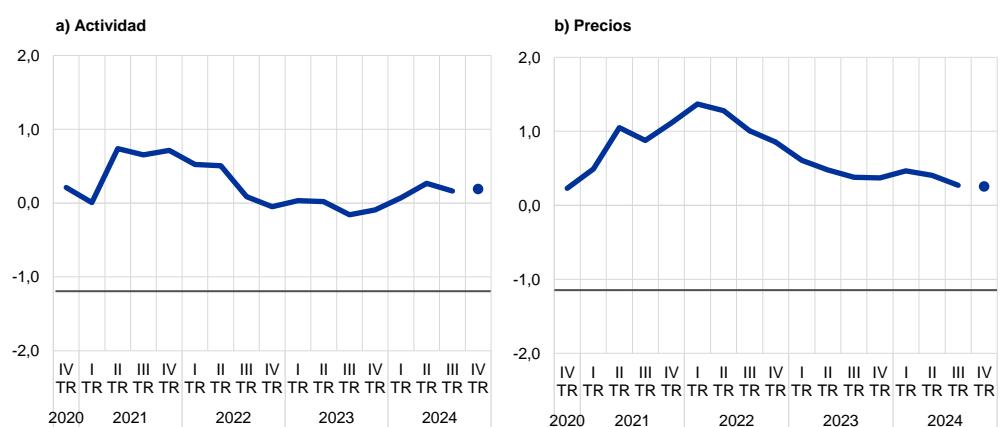
Fuente: BCE.

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 tercer y cuarto trimestre de 2024, respectivamente, mientras que en la encuesta anterior estos corresponden al segundo y tercer 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.

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.

Las opiniones de los contactos sobre la evolución del gasto en consumo fueron algo heterogéneas, lo que sugiere una recuperación todavía bastante débil hasta ahora. La mayoría de los contactos de los sectores de bienes de consumo y comercio minorista siguieron describiendo un mercado ligeramente polarizado en el que la demanda de los productos más caros por parte de clientes

con mayor poder adquisitivo continuaba creciendo con vigor, mientras que otros consumidores seguían «adquiriendo variedades de productos más baratas» y trataban de ahorrar. En el sector de la distribución alimentaria, esta tendencia continuaba beneficiando a los establecimientos de descuento frente a los convencionales y a las marcas blancas en perjuicio de las de fabricante. El apetito de los consumidores más jóvenes por las compras *online* estaba siendo atendido de manera creciente por plataformas de comercio minorista de fuera de la UE que ofrecen productos a precios muy bajos. Entre otros indicios de que los consumidores seguían ajustando su presupuesto cabe mencionar las compras de menores cantidades y la fortaleza de las ventas en la «economía circular». Según los contactos, este tipo de reutilización no solo ampliaba la vida útil de los productos y reducía los residuos, sino que también era más asequible. En cambio, varios contactos señalaron un repunte del gasto en bienes de consumo que atribuían a la moderación de la inflación y a la recuperación de las rentas reales. Si bien este repunte se asoció principalmente a compras de bienes de consumo no duradero, también se indicó que el gasto en grandes electrodomésticos empezaba a recuperarse del mínimo registrado después de la pandemia, aun cuando la demanda total de estos bienes continuaba falta de dinamismo como consecuencia de la persistente debilidad de la construcción residencial. El crecimiento del gasto en servicios siguió superando al del gasto en bienes, como se vio plasmado en la intensa actividad relacionada con el turismo durante los meses de verano e incluso, por el momento, en una evolución favorable de las reservas hoteleras para las temporadas de otoño e invierno. Dicho esto, también se observaban señales crecientes de que la demanda de servicios turísticos por parte de los consumidores se estaba tornando más sensible a los elevados precios, como se refleja, por ejemplo, en el crecimiento más sólido de la demanda de reservas de hoteles en temporada baja en comparación con las de temporada alta.

La demanda en el sector del automóvil se había debilitado en los últimos meses, con efectos arrastre en otros segmentos del sector manufacturero.

Esto se debía a una falta general de demanda de los consumidores y las empresas, así como a una demanda todavía frágil o en descenso de vehículos eléctricos de batería (VEB). La causa más mencionada por los contactos de la caída de la actividad en muchas partes de los sectores de bienes de equipo e intermedios fue la renovada debilidad del sector automovilístico. Además, los contactos consideraban que la falta de dinamismo de la demanda de VEB estaba planteando dudas sobre la transición de este importante sector en el contexto más amplio de la consecución de los objetivos climáticos, lo que estaba contribuyendo a la mayor incertidumbre en las manufacturas.

En el sector industrial había una inquietud cada vez mayor, debido a los elevados costes y a la incertidumbre política, lo que estaba llevando a que las empresas redujeran las inversiones y se centraran en reducir costes. Los contactos mencionaron los elevados y volátiles precios de la energía, el aumento de los costes regulatorios y el fuerte crecimiento de los salarios como factores que estaban erosionando la competitividad de muchas empresas europeas en los mercados mundiales. Numerosos contactos indicaron una creciente preocupación sobre un sistema para reducir las emisiones de carbono basado en complejas

normas y requisitos de presentación de información que en última instancia incrementaba los costes para las empresas. Esta preocupación iba unida a la incertidumbre generada por la falta de estabilidad en la toma de decisiones políticas sobre la regulación y las subvenciones pertinentes. Además, los contactos señalaron un deterioro del entorno económico y político mundial, en el que destaca la desaceleración y la creciente autosuficiencia de la economía china, que estaba frenando la demanda de exportaciones e intensificando la competencia de las importaciones. La combinación de estos factores estaba contribuyendo cada vez más a que tanto las inversiones en capacidad como las relacionadas con el clima se dejaran en suspenso. Esto se reflejó en una disminución de las entradas de pedidos en gran parte del sector de bienes de equipo, así como en la persistencia de unos niveles bajos —si no todavía en descenso— de demanda de bienes intermedios en sectores como los de acero y productos químicos, en los que también se estaban afrontando excesos de capacidad, y una caída continuada de la demanda en el sector de la construcción, que se encuentra en retroceso. La congelación de los planes de inversión y el foco en el recorte de costes se plasmaron, en cierta medida, en una menor demanda de servicios de consultoría, si bien, no obstante, impulsaron la demanda de determinados activos intangibles, como software para mejorar la eficiencia. Los contactos que operan en los sectores de construcción de obra civil o de fabricación de equipos para los sectores aeroespacial y ferroviario manifestaron que los niveles de producción estaban aumentando, pero que reflejaban pedidos anteriores con plazos de entrega de varios años; y los mismos contactos también mencionaron niveles relativamente bajos de nuevos pedidos, en parte debido a la parálisis política y a los ajustes fiscales.

Los contactos no anticipaban grandes cambios en la dinámica general de debilidad del crecimiento a corto plazo. Esta valoración contrastaba ligeramente con la de encuestas anteriores de este año, de las que se desprendía un aumento paulatino del optimismo. Numerosos contactos seguían considerando que, con el tiempo, la menor inflación, la bajada de los tipos de interés y el incremento de las rentas impulsarían en mayor medida el gasto en consumo. Con todo, los contactos tendieron a retrasar a 2025 sus expectativas de recuperación de dicho gasto. Muchos también pusieron de relieve importantes riesgos estructurales a la baja para el sector industrial a falta de un entorno regulatorio más estable y menos oneroso.

Las perspectivas de empleo eran débiles, debido a que muchas empresas se estaban centrando en aumentar la eficiencia y la productividad. En algunas partes del sector manufacturero (automoción, productos químicos, acero), esto implicaba no solo adoptar un enfoque prudente en materia de contratación, sino también emprender una reestructuración en respuesta a la falta de dinamismo de la demanda o a los crecientes costes salariales. No obstante, se esperaba que el efecto de estas medidas en el empleo agregado fuera limitado, dado que el empleo seguía creciendo en gran parte del sector servicios y porque, incluso en las manufacturas, muchas empresas continuaban enfrentándose a escasez de mano de obra y tenían vacantes por cubrir. Por tanto, las medidas de reducción de costes que estaban aplicando por algunas empresas proporcionaban oportunidades de contratación a otras empresas en aquellos mercados de trabajo más tensionados estructuralmente.

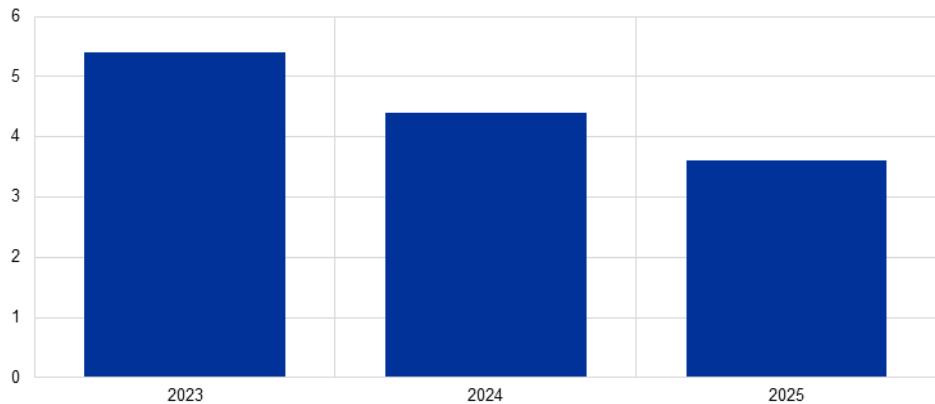
Los contactos señalaron una moderación adicional del crecimiento de los precios en general (panel b de los gráficos A y B). Los contactos del sector de comercio minorista siguieron mencionando un entorno competitivo en el que los clientes continuaban siendo sensibles a los precios, lo que se había plasmado en unos precios bastante estables. Mientras que los contactos del sector minorista de alimentación aún consideraban que, en promedio, los precios subirían ligeramente en el tercer y cuarto trimestre, la mayoría de los del sector minorista no alimentario indicaron que los precios se habían mantenido estables o habían disminuido. En el sector manufacturero, los precios continuaban siendo bastante estables, en general. Los contactos manifestaron que si bien, en promedio, los precios se estaban incrementando en los sectores de bienes de equipo y de bienes de consumo, esta evolución se estaba viendo compensada por la bajada de los precios en algunos segmentos del sector de bienes intermedios, sobre todo en el del acero. La estabilidad general del entorno de precios en la industria era resultado de la difícil situación económica, de la fuerte competencia y del hecho de que los precios de la energía y de las materias primas apenas habían variado, lo que reflejaba las condiciones generales de oferta y de demanda en los mercados internacionales. Varios contactos continuaron aludiendo a la subida de los costes del transporte marítimo, dado el considerable encarecimiento observado en meses anteriores del año como consecuencia del desvío de buques de carga entre Asia y Europa por el extremo sur de África. Sin embargo, las tarifas de los fletes marítimos estaban volviendo a caer, ya que el pronunciado crecimiento de la capacidad de transporte por mar superaba a la demanda, que este año se había adelantado ligeramente como consecuencia de la mencionada crisis del mar Rojo. La mayoría de los contactos de los sectores de servicios empresariales y de consumo siguieron señalando que los precios estaban subiendo, debido a la necesidad de trasladar el aumento de los costes laborales y al incremento continuado de la demanda. No obstante, el impulso general parecía haber perdido fuerza en los últimos meses. Además de los salarios, el factor determinante del crecimiento de los costes más mencionado fue la regulación.

Los contactos seguían esperando una moderación gradual del crecimiento de los salarios el próximo año (gráfico C). Si se considera una media simple de las indicaciones cuantitativas proporcionadas, los contactos percibían una desaceleración del avance de los salarios, desde el 5,4 % en 2023 hasta el 4,4 % en 2024, y esperaban una disminución adicional hasta el 3,6 % en 2025. Pese al carácter rotatorio del panel de contactos, estas expectativas prácticamente no habían variado con respecto a la encuesta anterior. No obstante, varios contactos señalaron que, recientemente, los sindicatos habían planteado unas demandas de subidas salariales muy sustanciales. En su opinión, estas demandas no reflejaban el difícil entorno económico actual y acrecentaban la incertidumbre en torno a las perspectivas tanto de salarios como de empleo.

Gráfico C

Valoración cuantitativa del crecimiento de los salarios

(porcentajes)



Fuente: BCE.

Notas: Medias de las percepciones de los contactos sobre el crecimiento de los salarios en su sector en 2023 y 2024 y sobre sus expectativas para 2025. Las medias correspondientes a 2023, 2024 y 2025 se basan en las indicaciones facilitadas por 75, 81 y 73 contactos, respectivamente.

5

La causa principal de la inflación reciente según los consumidores: cambios en su percepción a lo largo del tiempo

Pedro Baptista, Colm Bates, Omiros Kouavas, Pedro Neves y Katia Werkmeister

Entender la percepción de los consumidores sobre los determinantes de la inflación es clave para interpretar los cambios en sus expectativas de inflación, que pueden influir significativamente en las decisiones económicas reales. Las narrativas que los consumidores construyen para explicar la inflación desempeñan un papel fundamental a la hora de configurar sus expectativas, y los diferentes factores —como los salarios o los beneficios— implican distintos grados de persistencia de la inflación¹. Para analizar esta cuestión con más detalle, en la encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores (CES, por sus siglas en inglés) de junio de 2023 y de marzo de 2024 se pidió a los encuestados que seleccionaran entre tres respuestas posibles (los beneficios empresariales, los costes salariales u otros costes intermedios) la que, en su opinión, había sido la causa principal del aumento de la inflación registrado en 2022-2023. Aunque la percepción de los consumidores cambió, sobre todo antes de principios de 2024, se ha estabilizado desde entonces, por lo que los datos de la encuesta de marzo de 2024 serían indicativos de tendencias más generales. El análisis de la evolución de la percepción de los consumidores ayuda a explicar los ajustes de las expectativas de inflación y el modo en que los cambios en las narrativas macroeconómicas afectan a la dinámica futura de la inflación.

En marzo de 2024, la mayor parte de los consumidores de la zona del euro atribuyeron el aumento de la inflación del período 2022-2023 principalmente a otros costes intermedios, seguido de los beneficios y los salarios. El panel a del gráfico A muestra el porcentaje de encuestados que seleccionaron cada opción en cada país. Otros costes intermedios (como la energía, las materias primas u otros costes empresariales) fueron seleccionados como el principal factor por el 66 % de los encuestados de la zona del euro, seguido de los beneficios empresariales (20 %) y de los salarios (14 %). Aunque esta clasificación de las causas de la inflación fue generalizada en los distintos países, la frecuencia de cada respuesta varió considerablemente. El orden de los países se basa en el porcentaje de encuestados que seleccionaron los salarios como principal factor. Los Países Bajos (27 %) y Bélgica (22 %) lideran esta clasificación, seguidos muy de cerca por Austria (19 %) y Alemania (17 %), con Francia (9 %), Finlandia (8 %) y Grecia (8 %) en la parte baja. En Grecia, un porcentaje notable de los consumidores (el 43 %) cree que los beneficios empresariales fueron el principal determinante de la inflación.

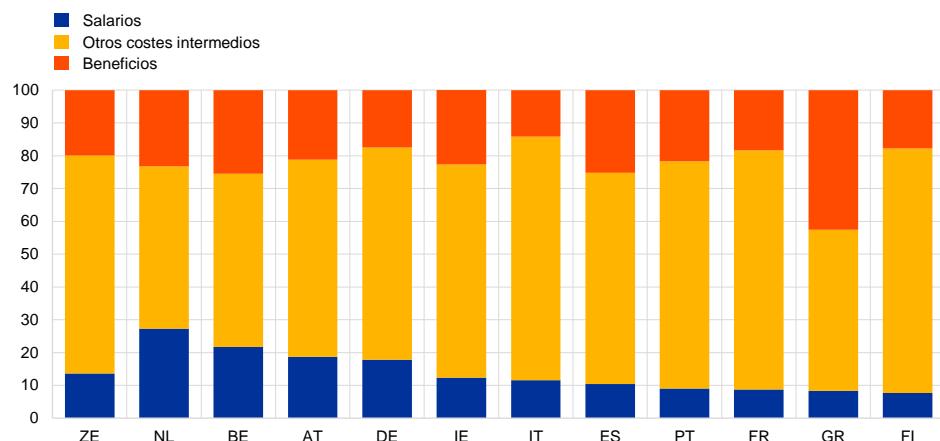
¹ Para conocer evidencia empírica, véase P. Andre *et al.*, «[Narratives about the Macroeconomy](#)», Discussion Paper, n.º 17305, Centre for Economic Policy Research (CEPR), mayo de 2022.

Gráfico A

Percepción de la causa principal de la inflación

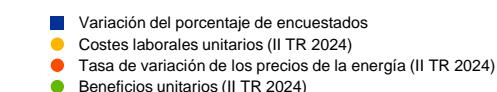
a) Por país

(porcentaje de encuestados)



b) Variación entre junio de 2023 y marzo de 2024

(variación en puntos porcentuales; tasas de variación interanual)



Fuentes: Encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores (CES), Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: «ZE» corresponde a la zona del euro. Panel a: Estimaciones ponderadas. Porcentaje de encuestados que seleccionan cada opción por país en marzo de 2024. La pregunta de la CES es la siguiente: «En su opinión, ¿cuál es el factor principal que explica la variación del nivel general de precios de los bienes y servicios en su país en los últimos doce meses?». Las opciones de respuesta eran las siguientes: «1. Los beneficios de las empresas; 2. Los costes salariales de las empresas; 3. Otros costes intermedios de las empresas (por ejemplo, energía, materias primas y otros costes empresariales)». Panel b: Las barras se refieren a estimaciones ponderadas de la variación del porcentaje de encuestados que seleccionaron cada respuesta entre junio de 2023 y marzo de 2024. Los puntos de color representan las tasas de variación interanual de los costes laborales unitarios, la tasa de variación de los precios de la energía y los beneficios unitarios en el segundo trimestre de 2024, obtenidas de datos oficiales.

En comparación con junio de 2023, la percepción de los consumidores con respecto a las causas principales de la inflación otorgó un mayor peso a los salarios, aunque otros costes intermedios seguían considerándose, en general, el factor más importante. La pregunta sobre la percepción de la causa principal de la inflación se planteó por primera vez en la CES de junio de 2023 y se repitió en la CES de marzo de 2024². El panel b del gráfico A muestra la variación

² Los resultados de la CES de junio de 2023 se presentan y analizan en el recuadro titulado «[¿Cuál es la causa principal de la inflación reciente según los consumidores?](#)», Boletín Económico, número 6, BCE, 2023.

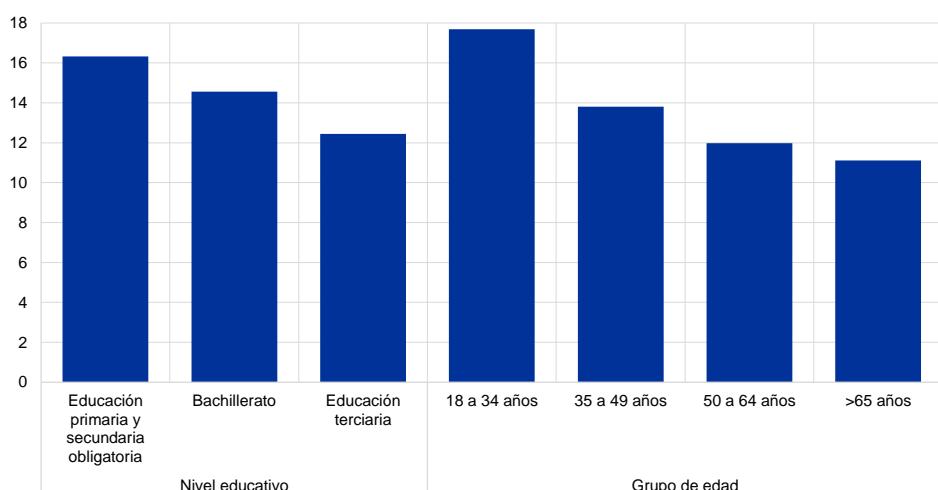
del porcentaje de encuestados que seleccionaron cada respuesta entre junio de 2023 y marzo de 2024 para el conjunto de la zona del euro. El porcentaje de consumidores que seleccionaron los beneficios empresariales se redujo en 5 puntos porcentuales, mientras que el porcentaje que eligió los costes salariales se incrementó en 6 puntos porcentuales. Esta dinámica está en línea con la evolución del crecimiento de los salarios y de los beneficios unitarios en el mismo período. El porcentaje de encuestados que seleccionaron otros costes intermedios se mantuvo prácticamente constante, ya que solo varió menos de 1 punto porcentual.

Gráfico B

Los salarios como causa principal de la inflación

a) Por nivel educativo y edad de los encuestados

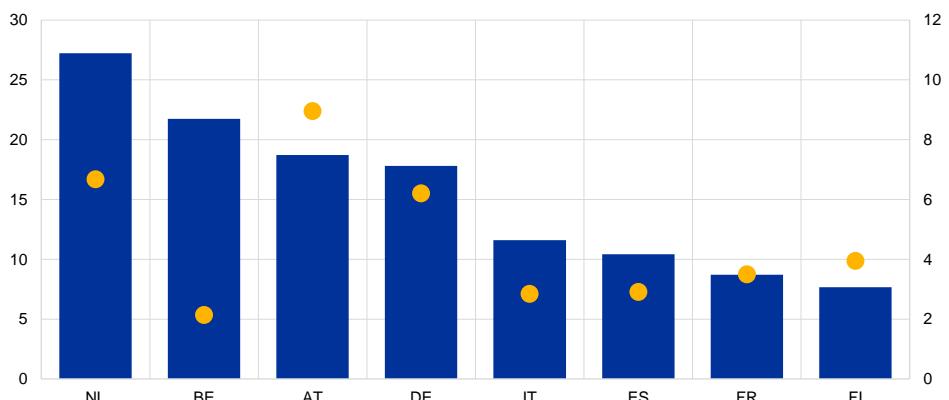
(porcentaje de encuestados)



b) Por país y crecimiento salarial

(porcentaje de encuestados; tasas de variación interanual)

■ Salarios como causa principal de la inflación
● Salarios negociados (escala derecha)



Fuente: Encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores (CES, por sus siglas en inglés).

Notas: Estimaciones ponderadas. Porcentaje de encuestados que seleccionaron los salarios como causa principal de la inflación en marzo de 2024, por país. Los salarios negociados se refieren a la tasa de crecimiento interanual, incluidos los pagos extraordinarios, correspondiente al primer trimestre de 2024.

Los consumidores que seleccionaron los salarios como causa principal de la inflación en general son más jóvenes, no poseen un título universitario y viven

en países en los que el crecimiento de los salarios ha sido relativamente elevado en el último año. El panel a del gráfico B muestra la prevalencia de los salarios como principal factor impulsor de la inflación según el nivel educativo y la edad del encuestado. Una posible explicación de este resultado es que el reciente crecimiento salarial ha sido particularmente acusado entre los trabajadores que perciben el salario mínimo, que suelen tener un nivel educativo más bajo y se encuentran en el grupo de edad más joven. Además, en países en los que el crecimiento de los salarios ha sido alto en el pasado, una mayor proporción de encuestados tienden a seleccionar los salarios como causa principal de la inflación (panel b del gráfico B).

Los cambios en la percepción de los consumidores sobre las causas principales de la inflación están en línea con la evolución reciente. Los salarios han adquirido mayor peso en su percepción, mientras que el papel de los beneficios ha disminuido, en consonancia con la evolución reciente de los salarios y de los beneficios unitarios. Estos cambios demuestran el modo en que las narrativas sobre la inflación se reflejan en la percepción de los consumidores acerca de los determinantes principales de la inflación, lo que, a su vez, puede afectar a la manera en que se forman sus expectativas de inflación. Por lo tanto, estos resultados ponen de relieve la importancia de realizar un seguimiento de los cambios en las narrativas sobre la inflación.

6

Precisión de las proyecciones de crecimiento económico elaboradas por los expertos del Eurosistema/BCE desde la pandemia de COVID-19

Adrian Page

En el período posterior a la pandemia, la precisión de las proyecciones de crecimiento elaboradas por los expertos del Eurosistema/BCE ha sido buena en horizontes cortos, pese a las grandes perturbaciones experimentadas. La precisión de las proyecciones de inflación desde el comienzo de la pandemia ha sido ampliamente documentada en ediciones anteriores del Boletín Económico, pero en este recuadro se examina el comportamiento de las proyecciones del Eurosistema/BCE relativas al crecimiento del PIB real durante este período de turbulencias¹. La imposibilidad de predecir las fluctuaciones que registró el crecimiento en 2020 asociadas a las fases iniciales de la pandemia generó errores de previsión históricamente elevados². Por tanto, este recuadro se centra en la precisión de las proyecciones elaboradas después del estallido de la pandemia. Durante ese período, las previsiones de crecimiento a corto plazo han sido notablemente precisas (panel a del gráfico A). Con solo algunas excepciones durante 2021, cuando el crecimiento siguió viéndose afectado por la senda impredecible de la pandemia y las medidas de contención asociadas, los errores en las proyecciones de crecimiento del PIB real a un trimestre vista han sido incluso menores de lo habitual a pesar de las grandes perturbaciones, incluidas las causadas por las disrupciones en las cadenas de suministro y por la guerra de Rusia en Ucrania.

Sin embargo, en horizontes de un año, las proyecciones sobreestimaron el crecimiento a partir de mediados de 2022. En horizontes más largos, las proyecciones del crecimiento interanual del PIB a un año vista han sido menos precisas y, en muchas ocasiones (en 2022 y en la primera mitad de 2023, en particular), los errores absolutos de previsión fueron mayores que los errores medios absolutos históricos en dicho horizonte (panel b del gráfico A)³. En las proyecciones de entre mediados de 2022 y mediados de 2023 se sobreestimó el crecimiento y se subestimó la inflación. Esto es coherente con el hecho de que las principales perturbaciones durante dicho período estuvieron relacionadas con los cuellos de botella en las cadenas de suministro y con el suministro de energía debido a las disrupciones originadas por la guerra de Rusia en Ucrania. Estas

¹ Véanse «Evaluación actualizada de la precisión de las proyecciones recientes de inflación a corto plazo de los expertos del Eurosistema/BCE», *Boletín Económico*, número 2, BCE, 2024; «Factores que explican los errores recientes en las proyecciones de inflación de los expertos del Eurosistema y del BCE», *Boletín Económico*, número 3, BCE, 2022. Véase también «The empirical performance of ECB/Eurosystem staff inflation projections since 2000», *Boletín Económico*, número 5, BCE, 2024.

² La previsión para el segundo trimestre de 2020 contenida en las proyecciones macroeconómicas del BCE de marzo de 2020 dio lugar al mayor error histórico en este horizonte, ya que las medidas generalizadas de confinamiento relacionadas con el COVID-19 provocaron una contracción del crecimiento del 11,1 %, frente a un valor proyectado del 0,1 %.

³ Los errores de previsión en horizontes temporales más largos, como a dos años vista, no se muestran en aras de la brevedad, pero siguen un patrón muy similar al que muestra el panel b del gráfico A, con sobreestimaciones sistemáticas a partir de mediados de 2022.

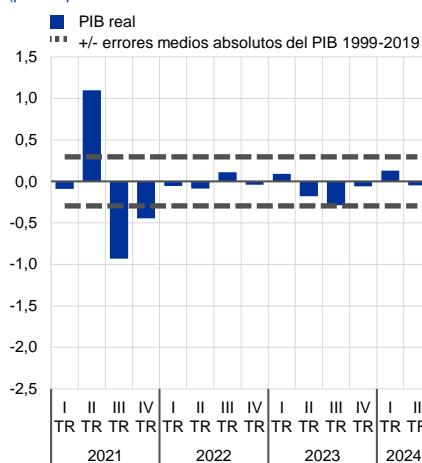
perturbaciones de oferta impulsaron al alza la inflación, al tiempo que detuvieron el crecimiento. Aunque la magnitud de los errores de proyección del crecimiento ha disminuido durante el pasado año, se ha mantenido en niveles negativos en el horizonte de un año, lo que implica una sobreestimación persistente de la fortaleza de la recuperación.

Gráfico A

Errores de previsión del crecimiento del PIB real desde 2021

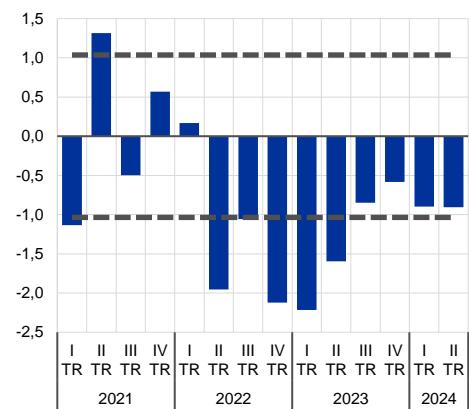
a) A un trimestre vista

(puntos porcentuales en tasas de crecimiento intertrimestral)



b) A un año vista

(puntos porcentuales en tasas de crecimiento interanual)



Fuentes: Proyecciones del Eurosystema/BCE y cálculos del BCE.

Notas: El error es la diferencia entre el dato observado (publicado por Eurostat el 6 de septiembre de 2024) y el proyectado. «A un trimestre vista» se refiere a la proyección de la tasa de variación intertrimestral para el trimestre posterior a aquel en el que se publicaron las proyecciones respectivas (por ejemplo, el error para el segundo trimestre de 2024 en las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de marzo de 2024). «A un año vista» se refiere a la proyección de la tasa de variación interanual para el mismo trimestre del año siguiente a aquel en el que se publicaron las proyecciones respectivas (por ejemplo, el error para el segundo trimestre de 2024 en las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosystema de junio de 2023). Los errores medios absolutos del PIB real corresponden al período 1999-2019 y excluyen valores atípicos durante la crisis financiera global.

El consumo privado y la inversión han sido los principales factores determinantes de los errores de proyección a un año durante la mayor parte de este período, y la demanda exterior neta y las existencias también han influido más recientemente. La descomposición de los errores de proyección en los componentes de demanda individuales del PIB ayuda a explicar el origen de los errores (gráfico B). En 2021, las proyecciones realizadas a lo largo del año anterior (es decir, durante la fase inicial de la pandemia) se vieron sujetas a una enorme incertidumbre y, en consecuencia, se produjeron errores considerables que se compensaron parcialmente entre los distintos componentes. Los cambios significativos en los patrones de consumo en favor de los bienes durante las primeras fases de la pandemia y, posteriormente, el retorno al consumo de servicios, dieron lugar a disrupciones en las relaciones económicas históricas, lo que redujo la predictibilidad del consumo, la inversión y el comercio. Cuando el impacto económico de la pandemia empezó a disiparse llegaron las disrupciones en las cadenas globales de suministro en 2021, seguidas de la invasión rusa de Ucrania a principios de 2022, que alteró el suministro energético en Europa. Estas perturbaciones impulsaron al alza la inflación, lo que hizo que las rentas reales cayeran inesperadamente y el consumo privado sorprendiera a la baja hasta

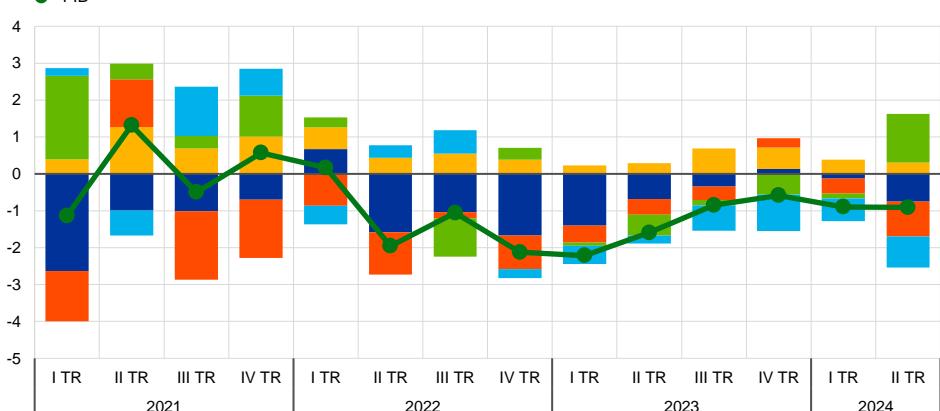
mediados de 2023. Desde entonces, los errores en el consumo privado han sido reducidos, ya que las sorpresas al alza en la renta disponible han dado lugar a un aumento del ahorro en lugar de a un mayor consumo. El crecimiento de la inversión también ha sorprendido sistemáticamente a la baja durante el período posterior a la pandemia. Esta evolución puede explicarse, en parte, por los elevados niveles de incertidumbre, que se había previsto que desaparecieran, pero que, por el contrario, persistieron ante la serie de perturbaciones adversas mencionadas. Otro factor que afectó al PIB real y a varios componentes de la demanda fue la política monetaria del BCE, que se endureció considerablemente, y en mayor medida de lo esperado por los mercados, ante el fuerte repunte de la inflación. La contribución de la demanda exterior neta al crecimiento ha tendido asimismo a sorprender a la baja debido a una recuperación del comercio mundial más débil de lo previsto, pero también a las pérdidas de competitividad, ya que las perturbaciones de los precios de la energía han sido más acusadas en la zona del euro que en otros socios comerciales importantes. En los últimos trimestres, la desacumulación de existencias ha supuesto un lastre inesperado para el crecimiento, como reflejan las contribuciones negativas de la variación de existencias. El único componente que ha sorprendido sistemáticamente al alza durante este período es el consumo público⁴.

Gráfico B

Descomposición de los errores de previsión del PIB real a un año vista, por contribución de los componentes de demanda

(puntos porcentuales en la tasa de variación interanual)

- Consumo privado
- Consumo público
- Formación bruta de capital fijo
- Demanda exterior neta
- Variación de existencias
- PIB



Fuentes: Proyecciones del Eurosystema/BCE y cálculos del BCE.

Notas: Véanse las notas del gráfico A. En el segundo trimestre de 2024, los errores elevados de previsión en la demanda exterior neta y en la inversión, que se compensan parcialmente, se deben, en parte, a la evolución volátil e impredecible de los productos de propiedad intelectual en Irlanda.

Durante la mayor parte del período posterior a la pandemia, los errores en los supuestos condicionantes explican gran parte de los errores de previsión.

Otra forma de ver el origen de los errores de previsión es examinar el papel de los

⁴ El motivo es que, a lo largo del período de la muestra, la política fiscal se había relajado más de lo esperado inicialmente, dado que los Gobiernos fueron adoptando y ampliando progresivamente el conjunto de medidas de estímulo y aplazaron la consolidación fiscal.

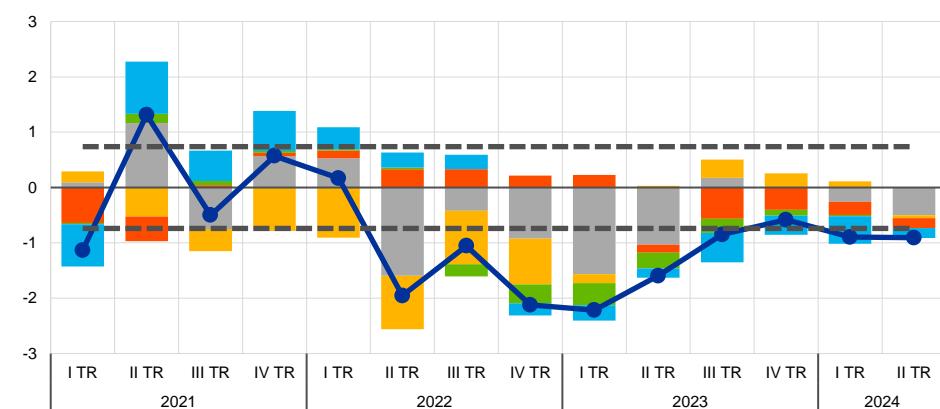
supuestos técnicos y las proyecciones de la demanda externa de la zona del euro, dos elementos clave de los modelos empleados en las proyecciones de los expertos⁵. En el gráfico C, los errores en el PIB a un año vista se descomponen en el impacto de los errores en estos supuestos y un residuo no explicado relacionado con otros factores. Este impacto puede estimarse utilizando elasticidades obtenidas de los modelos de proyección de los expertos del Eurosystema. Los acusados incrementos inesperados de los precios del petróleo y, en particular, del gas a partir del segundo semestre de 2021 desempeñaron un papel importante a la hora de explicar las sorpresas a la baja del crecimiento hasta finales de 2022. A partir de mediados de 2022, los supuestos financieros también influyeron en cierta medida, sobre todo las subidas mayores de lo esperado de los tipos de interés mencionadas anteriormente. Los errores en los supuestos sobre el tipo de cambio tuvieron un pequeño efecto positivo compensador durante 2022 y cambiaron de signo para contribuir negativamente a los errores de crecimiento a partir de mediados de 2023. Por último, la demanda externa sorprendió principalmente al alza en comparación con las expectativas de los expertos en la primera mitad del período pospandemia y, a finales de 2022, contribuyó a la sobreestimación del crecimiento.

Gráfico C

Descomposición de los errores de previsión del PIB real a un año vista: el papel de los errores en los supuestos condicionantes

(puntos porcentuales en la tasa de variación interanual)

- Total
- Precios de las materias primas energéticas
- Tipo de cambio
- Supuestos financieros
- Demanda externa
- Errores ajustados



Fuentes: Proyecciones del Eurosystema/BCE y cálculos del BCE.

Notas: Véanse las notas del gráfico A. La contribución de los errores en los supuestos condicionantes a los errores en el crecimiento del PIB real se basa en elasticidades obtenidas de los modelos macroeconómicos del Eurosystema. Los precios de las materias primas energéticas se refieren a supuestos relativos a los precios del petróleo y del gas. El tipo de cambio se refiere al tipo de cambio efectivo nominal del euro. Los supuestos financieros son supuestos relativos a los tipos de interés a corto y a largo plazo y a las cotizaciones bursátiles. «Errores ajustados» se refiere a todas las demás fuentes de error que no sean los errores en los supuestos condicionantes mencionados. Las líneas discontinuas indican los errores medios absolutos en el componente «errores ajustados» durante el período comprendido entre 2003 (la fecha más temprana para la que se dispone de descomposición) y 2019, excluidos los valores atípicos observados durante la crisis financiera global.

⁵ Los supuestos técnicos se refieren a variables fundamentales, como los precios de las materias primas energéticas y los tipos de interés de mercado, que se basan en los precios de los futuros y en el tipo de cambio. El supuesto relativo a esta última variable en el momento en que se elaboraron las proyecciones era que se mantendría en los niveles recientes.

El ajuste por los errores en los supuestos condicionantes da lugar a errores de menor magnitud, que pueden estar relacionados con la persistencia de la incertidumbre y, posiblemente, con un impacto mayor de lo esperado del endurecimiento de la política monetaria. Los supuestos condicionantes se basan principalmente en los precios de mercado y se consideran exógenos a las proyecciones de los expertos para la zona del euro. El ajuste por los errores en estos supuestos permite aislar la parte restante del error de previsión total (mostrado con las barras grises en el gráfico C), que puede atribuirse a los modelos utilizados para elaborar las proyecciones y al juicio experto⁶. Estos errores ajustados fueron considerablemente menores durante la mayor parte del período de la muestra, en especial desde mediados de 2023. Las líneas discontinuas del gráfico C señalan la media histórica de los valores absolutos de estos errores ajustados en períodos que no son de crisis. Los errores ajustados (barras grises) son mayores que estas medias en términos absolutos solo en cuatro trimestres, pese a la elevada incertidumbre observada durante ese período. Pero, ¿qué factores podrían explicar estos errores? Como se ha mencionado anteriormente, un factor extraordinario fue la importante infraestimación del aumento de la inflación (que fue mayor de lo que podrían explicar los supuestos técnicos) y el consiguiente impacto sobre la renta disponible. La perturbación de los precios de la energía también dio lugar a pérdidas de competitividad persistentes e inesperadas más allá de lo que reflejaban los supuestos relativos al tipo de cambio. Las tensiones geopolíticas, especialmente en Ucrania y más recientemente en Oriente Próximo, han tenido una incidencia significativa sobre la incertidumbre y la confianza. Otro factor puede estar relacionado con el impacto de la política monetaria. Aunque las barras verdes del gráfico C recogen el impacto de los errores en los supuestos financieros basados en los modelos de proyección del Eurosistema, otros modelos sugieren efectos más acusados⁷. Además, la no linealidad en la transmisión debida a la velocidad e intensidad excepcionales del endurecimiento de la política monetaria o al paso de un entorno de tipos de interés «bajos durante un período prolongado» a otro de tipos de interés elevados puede haber incidido en la economía con mayor intensidad de lo que sugieren los modelos de proyección habituales.

En conclusión, pese a la serie de grandes perturbaciones que han afectado a la economía de la zona del euro en los últimos años, los errores de previsión del crecimiento en las proyecciones de los expertos han sido comparables con las medias anteriores a la pandemia. No obstante, las perspectivas siguen ensombrecidas por una incertidumbre considerable. Los analistas están estudiando continuamente formas de mejorar sus modelos de predicción y de realizar ajustes basados en el juicio experto cuando los modelos se equivocan sistemáticamente. Algunos de los frutos de estos esfuerzos pueden observarse en los errores de previsión del crecimiento a corto plazo, que han sido inferiores a la media histórica a pesar de las enormes perturbaciones experimentadas. Aunque los errores de proyección a un año vista han sido persistentemente negativos, pueden explicarse en gran parte por los errores en los supuestos condicionantes. Es

⁶ Véase «[Why we need models to make projections](#)», *The ECB Blog*, 5 de julio de 2023.

⁷ Véase el recuadro titulado «[Evaluación basada en modelos del impacto macroeconómico del endurecimiento de la política monetaria del BCE desde diciembre de 2021](#)», *Boletín Económico*, número 3, BCE, 2023.

probable que los errores restantes reflejen los cambios significativos y persistentes observados en los últimos años en las relaciones económicas fundamentales. Cabe señalar que los errores descritos en este recuadro se refieren a las proyecciones publicadas hasta junio de 2023. Desde entonces, los expertos ya han tenido en cuenta el flujo de información negativo: por ejemplo, las perspectivas de crecimiento se han revisado a la baja, desde el 1,5 % en las proyecciones macroeconómicas del Eurosistema de junio de 2023 hasta el 0,8 % para 2024, ya que la información reciente sugiere una recuperación más débil de lo esperado. No obstante, las proyecciones económicas siguen ensombrecidas por una incertidumbre considerable. Para ilustrar el posible impacto de las fuentes de incertidumbre más relevantes sobre las previsiones, las proyecciones de los expertos suelen ir acompañadas de escenarios alternativos que ponen de relieve los riesgos principales, así como bandas de incertidumbre más genéricas⁸.

⁸ Véanse las bandas de incertidumbre en torno a las proyecciones de crecimiento del PIB real en el gráfico 1 y «[Escenarios alternativos para la confianza de los consumidores e implicaciones para la economía](#)», *Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro*, septiembre de 2024.

Explicación de las revisiones de las expectativas sobre los tipos de interés oficiales: información procedente de la encuesta a analistas de política monetaria

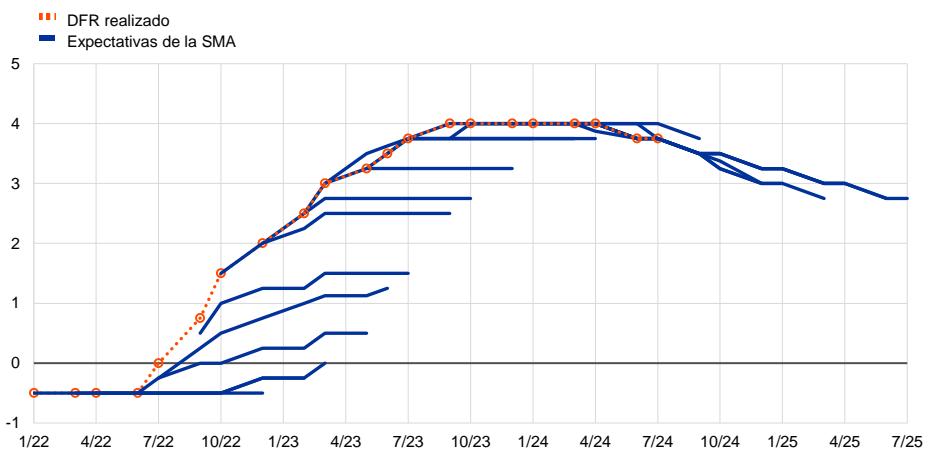
Yıldız Akkaya y Boryana Ilieva

Durante el ciclo de subidas de tipos en 2022 y 2023, los participantes en los mercados financieros y los analistas realizaron ajustes frecuentes y considerables de sus expectativas sobre los niveles de los tipos de interés oficiales del BCE. Entre julio de 2022 y septiembre de 2023, los participantes en la encuesta del BCE a analistas de política monetaria (Survey of Monetary Analysts o SMA) revisaron constantemente sus expectativas sobre la senda de los tipos de interés, y el DFR (tipo de interés de la facilidad de depósito) máximo esperado se incrementó 350 puntos básicos, desde el 0,5 % hasta el 4 % (gráfico A).

Gráfico A

Revisões de las expectativas (hasta un año vista) de la SMA sobre la senda del DFR y el DFR realizado

(puntos porcentuales)



Fuentes: Encuesta a analistas de política monetaria (SMA) y cálculos del BCE.

Notas: El gráfico muestra la evolución de la mediana de las expectativas de la SMA (color azul) y el DFR (color rojo). La última observación corresponde a septiembre de 2024.

Entender por qué los participantes en la SMA revisan sus expectativas es importante para la adopción de decisiones de política monetaria, dado que proporciona información sobre cómo afectan los cambios en las opiniones económicas, las proyecciones de inflación, el sentimiento de los mercados y las medidas de política monetaria a la senda esperada de los tipos de interés oficiales. Si se utilizan las respuestas individuales de los participantes en la SMA, las revisiones de la senda esperada del tipo de interés de la facilidad de depósito pueden descomponerse en varios factores explicativos utilizando análisis de

regresión¹. Entre estos factores se incluyen los cambios de las propias opiniones de los analistas sobre la situación de la economía —en particular, las expectativas a un año relativas a la inflación medida por el IAPC y al crecimiento del PIB— y sobre el DFR a largo plazo. Otro factor se refiere a las variaciones de la curva de tipos *forward* que no vienen determinadas por las expectativas de inflación y de crecimiento, sino que están relacionadas con la comunicación de la política monetaria y el sentimiento de los mercados financieros, tal como se refleja en los movimientos de la curva de tipos *forward* «reunión a reunión» de Bloomberg (M2M de BBG, por sus siglas en inglés). Los valores M2M de BBG están ortogonalizados con respecto a las expectativas de los encuestados sobre la inflación y el crecimiento del PIB, por lo que captan movimientos más allá de esas expectativas. Un último conjunto de factores incluye diferencias en las expectativas de los analistas con respecto a las últimas proyecciones de inflación elaboradas por los expertos del BCE/Eurosistema y las variaciones inesperadas de los tipos de interés oficiales². En conjunto, estos factores representan el 50 % de la variación de las revisiones de los participantes en la SMA en relación con la senda esperada del DFR³.

Las expectativas individuales de los participantes en la SMA relativas a la inflación y el crecimiento del PIB representan una proporción sustancial de las revisiones realizadas en la senda esperada de los tipos de interés oficiales (gráfico B). Si se analiza la magnitud de las contribuciones de los distintos factores a las revisiones del tipo de interés de la facilidad de depósito desde enero de 2022, las revisiones de las expectativas de inflación medida por el IAPC y de las expectativas de crecimiento del PIB destacan como determinantes clave durante el repunte de la inflación. La relevancia de los cambios en los factores macroeconómicos para las revisiones de la senda del DFR durante este período sugiere que los analistas percibieron una función de reacción coherente de la política monetaria, especialmente en épocas de mayor variabilidad macroeconómica. En los casos en los que no se anticipaban cambios de los tipos de

¹ La regresión se estima utilizando datos de la SMA a nivel individual y tiene en cuenta la heterocedasticidad en la estimación de los errores estándar. Para consultar un análisis similar, pero con datos de la encuesta agregados, véase M. Bernardini y A. Lin, «*Out of the ELB: Expected ECB policy rates and the Taylor Rule*», *Economics Letters*, vol. 235, febrero de 2024.

² El indicador prospectivo preciso de los mercados financieros incluido en las regresiones es la media semanal del DFR esperado, según reflejan los tipos *forward* M2M de BBG en la semana anterior a la difusión de la SMA. Los tipos *forward* están ortogonalizados con respecto a las propias expectativas de los encuestados sobre la inflación medida por el IAPC y el crecimiento del PIB real. En efecto, las variaciones de los tipos *forward* M2M de BBG están relacionadas con componentes de la curva de mercado, como el impacto de la comunicación del BCE, el sentimiento de los mercados y otros factores no relacionados con la evolución macroeconómica. Las proyecciones de los expertos del BCE/Eurosistema figuran como la desviación de las últimas proyecciones disponibles para la inflación medida por el IAPC a un año vista con respecto a las propias expectativas de inflación de cada panelista para el mismo horizonte temporal.

³ Análisis anteriores que se presentaron en el recuadro titulado «*Errores en las expectativas de política monetaria durante el reciente ciclo de endurecimiento: información procedente de la encuesta del BCE a analistas de política monetaria*», *Boletín Económico*, número 1, BCE, 2024, mostraron que los errores en las expectativas de los participantes en la SMA se debieron, principalmente, a las revisiones de sus expectativas macroeconómicas, lo que sugiere que los analistas percibieron una función de reacción coherente de la política monetaria. El análisis actual está en consonancia con estas conclusiones e incorpora variables de control adicionales, como las proyecciones de inflación del BCE/Eurosistema y los tipos *forward* M2M de BBG, que se considera que tienen un impacto significativo en las expectativas de tipos de interés oficiales.

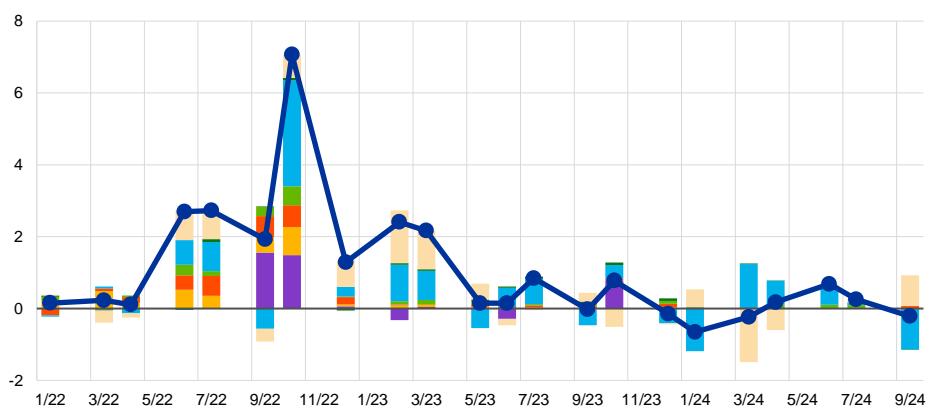
interés oficiales, la variación inesperada se refleja naturalmente como uno de los principales determinantes de las revisiones de las expectativas.

Gráfico B

Descomposición de las revisiones acumuladas de las expectativas (hasta un año vista) de la SMA sobre la senda del DFR

(puntos porcentuales)

- Política no anticipada
- Inflación medida por el IAPC
- PIB
- Tipos oficiales a largo plazo
- M2M de BBG
- Proyecciones de inflación del BCE/Eurosistema
- Residuo/no explicado
- Revisión del DFR en la SMA



Fuentes: Encuesta a analistas de política monetaria (SMA) y cálculos del BCE.

Notas: El gráfico muestra las revisiones de las expectativas relativas a la senda del DFR y su descomposición desde enero de 2022. La magnitud de los efectos se basa en los coeficientes de la regresión de panel y en la media de los factores explicativos individuales en cada ronda de la encuesta. Los regresores son los componentes inesperados de los factores que se analizan en el texto. Dado que la SMA se lleva a cabo antes de cada reunión del Consejo de Gobierno, las variables entran en la regresión con un retraso respecto a las fechas de esas reuniones. Por ejemplo, la barra correspondiente a septiembre de 2024 refleja diferencias con respecto a antes y después de la reunión del Consejo de Gobierno celebrada en julio. La última observación corresponde a septiembre de 2024.

El impacto de las expectativas de los mercados financieros sobre las expectativas de DFR de los participantes en la SMA desempeña un papel fundamental, junto con las actualizaciones de sus previsiones macroeconómicas. Una proporción considerable de las revisiones obedece sistemáticamente a los cambios en la curva de tipos *forward* M2M de BBG. Los tipos *forward*, a su vez, responden no solo a las expectativas sobre el IAPC y sobre el crecimiento del PIB, sino también a la evolución de un conjunto más amplio de indicadores macroeconómicos, así como a la comunicación del BCE. El hecho de que las revisiones de la senda del DFR estén alineadas con los tipos *forward* indica que los participantes en la encuesta consideran una gran variedad de información al formar sus expectativas. Esto pone de relieve la importancia de disponer de indicadores alternativos, y con más matices, de la orientación de la política monetaria, especialmente en ausencia de indicaciones explícitas sobre la orientación futura de los tipos de interés oficiales (*forward guidance*).

La influencia cambiante de la información de los mercados financieros subraya la relevancia de entender y gestionar las expectativas de los mercados. Mientras que la importancia de la información de los mercados financieros en relación con las expectativas macroeconómicas fue menor durante el

repunte de la inflación, la contribución de los datos macroeconómicos sobre la formación de expectativas de DFR pasó a ser menos notable a partir de 2023. Esta caída se produjo debido a que la magnitud de las perturbaciones disminuyó significativamente y las expectativas pasaron a ser mucho más acordes con la información macroeconómica disponible, en particular en relación con la inflación general. En cambio, la información de los mercados empezó a desempeñar un papel predominante desde 2023, también para la subida de septiembre de 2023. Esta evidencia sugiere que los analistas adaptaron sus expectativas de política monetaria a las expectativas de los mercados financieros, que pueden haberse visto influidas por diversos factores. Aunque los mercados financieros responden a una variedad de información macroeconómica más amplia que la que recoge la SMA, también es importante señalar que la comunicación del BCE, junto con los datos macroeconómicos publicados, sí influye en los tipos *forward*. En general, la evidencia ilustra el papel crucial que desempeña la información de los mercados en la formación de las expectativas de la encuesta, sobre todo porque los participantes en la SMA deben hacer frente a las complejidades de un entorno económico caracterizado por la volatilidad.

Cristina Checherita-Westphal, Sebastian Hauptmeier, Nadine Leiner-Killinger y Philip Muggenthaler

Tras varios años de apoyo fiscal para mitigar el impacto de la pandemia de COVID-19 y de la reciente crisis energética, los países de la zona del euro elaboraron planes para que sus posiciones presupuestarias mejorasen de manera más acusada en 2024. La cláusula general de salvaguardia del Pacto de Estabilidad y Crecimiento de la UE se activó durante el período 2020-2023 para garantizar que las políticas fiscales pudieran proporcionar el respaldo necesario para que las economías de la UE hicieran frente a los efectos adversos de la pandemia y de la crisis energética. Para el año 2024, el Consejo Europeo alcanzó, en junio de 2023, un acuerdo sobre las recomendaciones específicas por país relativas a las políticas fiscales¹. En ellas se instaba a normalizar las políticas fiscales conforme la crisis energética se fuera disipando gradualmente. Al mismo tiempo, las orientaciones de política fiscal tenían en cuenta que 2024 sería un año de transición hacia el nuevo marco presupuestario de la UE. Este marco entró en vigor el 30 de abril de 2024 con el objetivo de que comience a aplicarse en 2025². En este contexto, en este recuadro se presenta un resumen de la evolución de las finanzas públicas en la zona del euro en 2024, reflejada en las sucesivas revisiones de las posiciones fiscales realizadas en varias rondas de proyecciones macroeconómicas del Eurosistema y del BCE para la zona del euro.

Ciertamente, se prevé que la posición fiscal ajustada de ciclo de la zona del euro en su conjunto continúe mejorando en 2024, pero que se mantenga considerablemente por debajo de su nivel anterior a la pandemia (gráfico A). Según las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de septiembre de 2024, el saldo primario ajustado de ciclo de la zona del euro —el saldo presupuestario, excluidos el impacto del ciclo y el gasto por intereses— mejorará desde el –1,9 % del PIB en 2023 hasta el –1,4 % en 2024. Tras registrar un avance marginal en 2023, esta mejora más sustancial refleja, en gran parte, la retirada de la mayoría de las medidas de apoyo aplicadas por los Gobiernos de la zona del euro en respuesta a la crisis energética y a la elevada inflación³. Pese a esta dinámica favorable, se prevé que en 2024 el saldo primario ajustado de ciclo de la zona del euro se mantenga más de 2 puntos porcentuales por debajo del observado antes de la pandemia (2019). El grupo de países con niveles elevados de deuda tendió a registrar un saldo primario ajustado de ciclo más negativo que el grupo con niveles

¹ Estas recomendaciones incluían orientaciones de política fiscal específicas por país para 2023 y 2024 centradas en la retirada de las medidas de apoyo por los altos precios de la energía y en la utilización del ahorro resultante para reducir los déficits públicos lo antes posible en 2023 y 2024. Véase *Semestre Europeo 2023: Recomendaciones específicas por país para 2024*, comunicado de prensa, Consejo de la UE, 16 de junio de 2023.

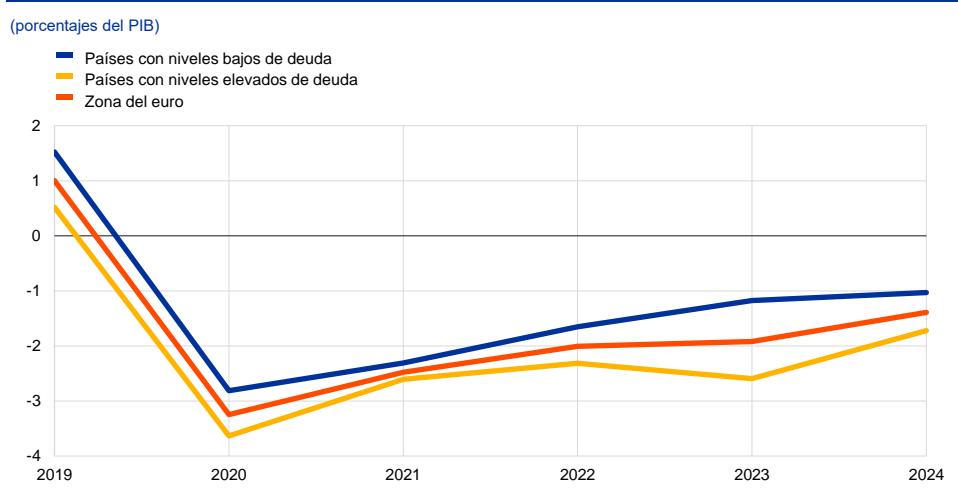
² Véase S. Haroutunian, *et al.* «*The path to the reformed EU fiscal framework: a monetary policy perspective*», *Occasional Paper Series*, n.º 349, BCE, 2024.

³ Para más información, véase la sección «*Evolución de las finanzas públicas*», *Boletín Económico*, número 6, BCE, 2024.

bajos de deuda durante todo el período comprendido entre 2019 y 2024, pese al mayor avance previsto en 2024⁴.

Gráfico A

Evolución del saldo primario ajustado de ciclo: zona del euro y países con niveles bajos de deuda frente a países con niveles elevados de deuda



Fuente: Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro, septiembre de 2024.

Notas: El gráfico muestra las medias ponderadas por el PIB del saldo primario ajustado de ciclo para el agregado de la zona del euro y los dos grupos de países en función del nivel de deuda. El grupo «países con niveles elevados de deuda» incluye a los países de la zona del euro que registraron una ratio de deuda pública en relación con el PIB superior al 90 % en 2023 (Bélgica, Grecia, España, Francia, Italia y Portugal). El resto se agrupan como «países con niveles bajos de deuda».

Si se consideran las rondas de proyecciones anteriores, se observa que la posición fiscal ajustada de ciclo de la zona del euro para 2024 se ha revisado a la baja sucesivamente desde el ejercicio de septiembre de 2023. Esta reciente revisión gradual a la baja de la proyección media, ponderada por el PIB, del saldo primario ajustado de ciclo para 2024 se ha realizado tanto en el grupo de países con niveles elevados de deuda como en el grupo con niveles bajos de endeudamiento, aunque de forma más notable en el primero (panel a del gráfico B)⁵. El primer grupo también registra un déficit presupuestario considerablemente mayor (panel b del gráfico B), debido en parte a los pagos por intereses, que son mucho más relevantes que en el grupo con niveles bajos de deuda y se han sometido a revisiones al alza más significativas en comparación con las rondas de proyecciones anteriores (panel c del gráfico B).

Sigue habiendo un cierto grado de incertidumbre y señales dispares en torno a los saldos presupuestarios finales de 2024. Por una parte, las posiciones presupuestarias de 2024 podrían acabar siendo algo mejores de lo esperado en las proyecciones macroeconómicas del BCE de septiembre de 2024, debido a las expectativas de revisiones al alza del PIB en varios países en el contexto de las revisiones estadísticas (*benchmark*) de las cuentas nacionales llevadas a cabo en

⁴ Definido como el grupo integrado por los países de la zona del euro que registraron una deuda pública superior al 90 % del PIB en 2023; los indicadores relativos a este grupo se presentan como media ponderada por el PIB.

⁵ Cabe señalar que, en el caso de algunas economías más pequeñas incluidas en el grupo con niveles elevados de deuda (con un menor peso en el PIB), y sobre todo en el de Portugal, las proyecciones relativas al saldo primario ajustado de ciclo se han revisado al alza entre las proyecciones de septiembre de 2023 y las de septiembre de 2024.

2024⁶. Además, en sus proyectos de planes presupuestarios para 2025, algunos Gobiernos (por ejemplo, el de Italia entre las grandes economías) reportan una mejora en los saldos presupuestarios esperados para 2024. Por otra, en Francia, la estimación oficial más reciente sitúa el déficit fiscal de 2024 por encima del 6 % del PIB en ausencia de medidas de consolidación adicionales, nivel superior al de estimaciones anteriores.

⁶ Para más información sobre los trabajos preparatorios de las revisiones *benchmark*, véase «[2024 benchmark revision of national accounts and balance of payments: Overview on motivation, main changes and implementation aspects](#)», *comunicado de prensa*, Eurostat, 29 de febrero de 2024. Para un conjunto limitado de países, las posiciones presupuestarias incluidas en las proyecciones de septiembre de 2024 reflejan, al menos en parte, las revisiones *benchmark* de las cuentas nacionales.

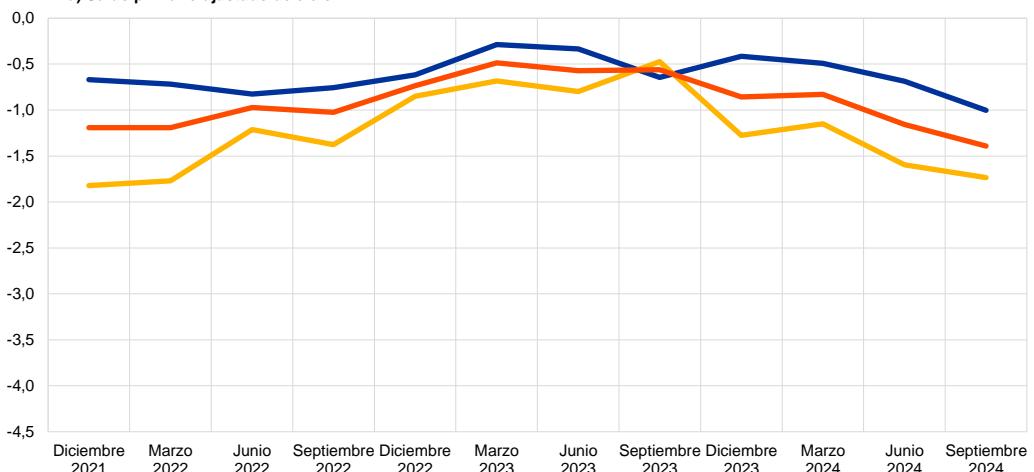
Gráfico B

Indicadores presupuestarios para 2024 en distintas rondas de proyecciones

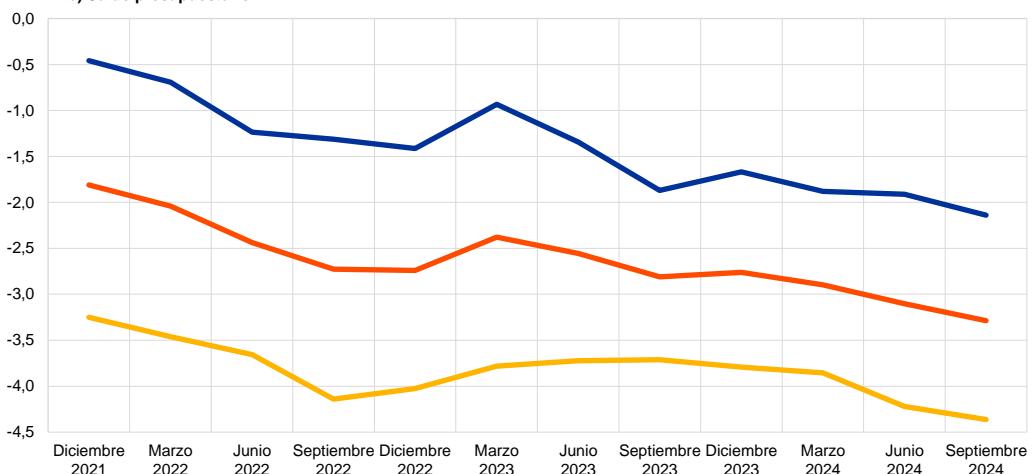
(porcentajes del PIB)

- Países con niveles bajos de deuda
- Países con niveles elevados de deuda
- Zona del euro

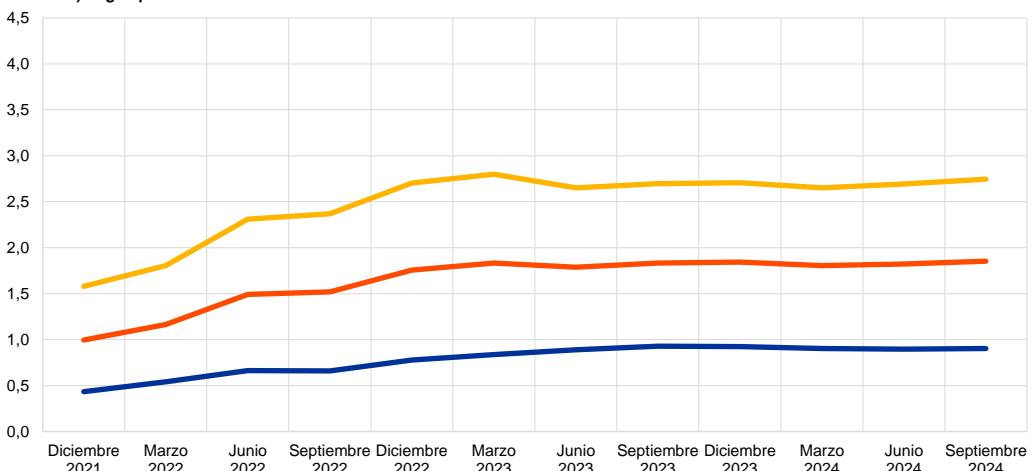
a) Saldo primario ajustado de ciclo



b) Saldo presupuestario



c) Pagos por intereses



Fuentes: Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro, septiembre de 2024, y rondas de proyecciones anteriores a partir de las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosystema para la zona del euro, diciembre de 2021 (el primer ejercicio que incluía proyecciones para 2024).

Notas: Para más información sobre el método de cálculo de los agregados, véanse las notas del gráfico A. El saldo presupuestario puede descomponerse en el saldo primario ajustado de ciclo, los pagos por intereses (gasto por intereses de la deuda pública) y el componente cíclico (que depende de la brecha de producción y de las elasticidades presupuestarias; este componente del saldo presupuestario no se muestra en el gráfico). El saldo primario ajustado de ciclo también se ve influenciado por los efectos de composición, que se generan si las bases impositivas macroeconómicas cambian en distinta medida que las estimaciones de la brecha de producción.

A partir de 2025, los países deberán cumplir los requisitos fiscales establecidos en el nuevo marco de gobernanza de la UE. La mayoría de los países de la zona del euro presentaron sus proyectos de planes presupuestarios para 2025 antes del 15 de octubre. Los planes incluyen, entre otras cosas, información sobre cómo tienen previsto los Gobiernos cumplir el nuevo marco fiscal a partir de 2025. Los planes disponibles en la fecha de cierre de este Boletín Económico apuntan a una mejora de las posiciones del saldo primario ajustado de ciclo en aproximadamente la mitad de los países, sobre todo en Alemania, Italia, Malta y Eslovaquia^{7, 8}. En el grupo de países con niveles elevados de deuda, dicho saldo se mantiene prácticamente sin variación con respecto a 2024 en Grecia y Portugal, ya que ambos países prevén registrar superávits en 2025.

Se espera que la Comisión Europea evalúe los planes presupuestarios de los Estados miembros de la UE en su paquete de otoño. La Comisión Europea suele adoptar dictámenes sobre los proyectos de planes presupuestarios para el año siguiente a finales de noviembre. También se prevé que valore si recomienda al Consejo Europeo que refrende los planes estructurales de política fiscal a medio plazo que los países deben presentar por primera vez con arreglo al marco presupuestario reformado, que abarcan el período 2025-2028⁹. En estos planes se establecerá una senda de crecimiento del gasto neto que, cuando se aplique, permitirá situar la ratio de deuda de un país en una trayectoria descendente verosímil a medio plazo¹⁰. Esta senda de crecimiento del gasto neto deberá tomar como punto de partida el nivel del gasto agregado correspondiente observado en 2024. Por consiguiente, cualquier diferencia entre las previsiones actuales relativas a las posiciones presupuestarias de este año y los resultados finales será relevante cuando se evalúe el grado de cumplimiento por parte de los países de los planes estructurales de política fiscal a medio plazo.

⁷ Debido a los diferentes métodos de cálculo del ajuste cíclico, las estimaciones de los proyectos de planes presupuestarios no son plenamente comparables con la metodología utilizada por el BCE en sus proyecciones macroeconómicas de septiembre de 2024.

⁸ En la fecha de cierre de este Boletín Económico (16 de octubre de 2024), los proyectos de planes presupuestarios de Bélgica, España, Francia, Croacia, Lituania y Austria no se habían publicado en la [página web](#) específica de la Comisión.

⁹ El paquete de la Comisión incluirá también recomendaciones con arreglo al artículo 126, apartado 7, del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea (TFUE) con el objetivo de corregir los déficits excesivos en siete Estados miembros de la UE (Bélgica, Francia, Italia, Hungría, Malta, Polonia y Eslovaquia).

¹⁰ «Gasto neto» se refiere al gasto público, neto de los gastos en concepto de intereses, las medidas discrecionales relativas a los ingresos, los gastos en programas de la Unión compensados íntegramente con los ingresos procedentes de los fondos de la Unión, el gasto nacional en cofinanciación de programas financiados por la Unión, los elementos cíclicos del gasto en prestaciones de desempleo, y las medidas puntuales y otras medidas de carácter temporal [véase el [artículo 2, apartado 2, del Reglamento \(UE\) 2024/1263](#)].