

Artículos

1 Identificación de los costes ocultos de las dependencias críticas

Maria-Grazia Attinasi, Lukas Boeckelmann, Rinalds Gerinovics y Baptiste Meunier

Conclusiones

Este artículo arroja luz sobre los riesgos económicos asociados a las dependencias críticas. Desde la década de 1990, la liberalización del comercio y la especialización de la producción en redes geográficamente dispersas han permitido lograr mejoras de eficiencia sustanciales. Sin embargo, este proceso ha generado dependencias asimétricas porque algunos países han establecido posiciones dominantes en las cadenas globales de suministro (como China en minerales estratégicos como el litio, el magnesio y el cobalto), mientras que otros han pasado a mostrar un grado muy elevado de dependencia de los insumos importados. Estas dependencias generan vulnerabilidades estratégicas, ya que si se ven perturbadas por rivales geopolíticos, los costes económicos pueden ser significativos.

A medida que las economías avanzadas han incrementado su exposición a los insumos importados, el impacto de las perturbaciones comerciales se ha intensificado considerablemente. Las consecuencias económicas de los conflictos comerciales son ahora mucho mayores que en décadas anteriores, dado que en la zona del euro y en Estados Unidos los costes asociados a su dependencia de los insumos chinos han aumentado¹. En cambio, China ha reducido su dependencia de los insumos importados.

A raíz de las recientes perturbaciones globales, los Gobiernos se están replanteando su enfoque respecto al comercio, que está expuesto cada vez más a la influencia de la geopolítica. Se pone el foco en los insumos críticos que, aunque tengan un valor reducido, son difíciles de sustituir y pueden elevar la inflación y frenar la demanda de forma drástica en caso de experimentar alteraciones en su suministro.

Pese a estos riesgos, los costes macroeconómicos de un desacoplamiento total de los bloques geopolíticos probablemente serían superiores a los asociados a las dependencias críticas, y tampoco las eliminarían. Las simulaciones del modelo sugieren que, si los bloques geopolíticos se desvincularan completamente, el PIB mundial se reduciría hasta un 12 % a largo plazo y la inflación registraría un aumento transitorio de hasta 4 puntos porcentuales el primer año (Goes y Bekkers, 2022; Attinasi *et al.*, 2025a; 2025b). Estos costes se derivan

¹ Esto también sucede con los precios, que no se consideran en este artículo. No obstante, se muestran en López *et al.* (2024) para el shock del gas ruso.

de las pérdidas de producción, de la subida de los precios de los insumos y de las ineficiencias causadas por la fragmentación de los flujos comerciales. Además, las medidas proteccionistas pueden no ser efectivas para acabar con las dependencias, dado que, con frecuencia, estos flujos se desvían a través de terceros países neutrales (Attinasi *et al.*, 2024).

En consecuencia, las autoridades se enfrentan a una disyuntiva entre reforzar la capacidad de resistencia de las cadenas de suministro y preservar los beneficios de la apertura comercial. Para abordar este dilema, en lugar de recurrir a un proteccionismo indiscriminado, los Gobiernos deberían adoptar estrategias de reducción de riesgos focalizadas y coordinadas. Esas estrategias deberían tratar de abordar vulnerabilidades concretas preservando al mismo tiempo las ganancias económicas derivadas de la integración global. Este enfoque equilibrado es clave para garantizar tanto la capacidad de resistencia como la prosperidad a largo plazo. Para contribuir al diseño de políticas que se ajusten a dependencias relevantes, un análisis basado en datos como el realizado en este artículo arroja algo de luz sobre cómo identificar las dependencias críticas que no son apreciables en los datos agregados.

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

La actividad y la formación de precios en los mercados de swaps de inflación de la zona del euro

Benjamin Böninghausen

Introducción

Los tipos de los swaps de inflación (ILS, por sus siglas en inglés) son un indicador importante de las expectativas de inflación de los agentes privados.

Las expectativas de inflación desempeñan un papel fundamental en la ejecución de la política monetaria del BCE, cuyo objetivo principal es mantener la estabilidad de precios en la zona del euro. Esas expectativas son importantes porque influyen en las decisiones de consumo y de inversión de los agentes privados, en la fijación de salarios y precios, y, por tanto, en la inflación observada. Entre los distintos indicadores de las expectativas de inflación de dichos agentes que son objeto de seguimiento por parte del BCE, la compensación por inflación que demandan los inversores informados en los mercados financieros tiene un papel relevante. Como estos inversores utilizan productos financieros para cubrir su exposición a la inflación futura, o para expresar su visión sobre esta, los precios de esos productos pueden proporcionar indicaciones útiles y especialmente oportunas sobre posibles cambios en las perspectivas de inflación. En la zona del euro, los tipos de interés de los contratos de ILS —es decir, productos en los que se intercambia un pago fijo por la inflación observada durante un determinado horizonte en el futuro— son los indicadores de mercado de la compensación por inflación más destacados del conjunto de herramientas de seguimiento con fines de política monetaria¹.

Los tipos ILS de la zona del euro se han mantenido muy estables recientemente, tras registrar el período más prolongado de valores elevados y volátiles hasta la fecha (gráfico 1). En la zona del euro, estos tipos de interés empezaron a subir rápidamente en los distintos plazos a finales de 2021 hasta alcanzar o situarse ligeramente por debajo de máximos históricos observados en el período de elevada inflación que abarcó los dos años siguientes, y posteriormente volvieron a descender en un contexto de volatilidad significativa que se prolongó hasta bien entrado 2023. Tras estos movimientos amplios y volátiles, los tipos ILS de la zona del euro se han mantenido muy estables y en niveles próximos al objetivo de inflación del BCE desde 2024, también a lo largo del ciclo de relajación de la política monetaria del BCE.

En este artículo se presenta evidencia sobre la actividad y la formación de precios —y, por tanto, sobre el contenido informativo— del mercado de ILS de la zona del euro, en particular durante el reciente período de inflación elevada. La evolución excepcional de la inflación observada entre 2021 y 2023 hizo que se prestara más atención a las expectativas de inflación y, en consecuencia, a los tipos ILS de la zona del euro, que mostraron una dinámica igualmente excepcional.

¹ Para un análisis más pormenorizado, véase Böninghausen *et al.* (2018).

Aunque esta dinámica podría justificarse fácilmente por la evolución paralela de la inflación observada, algunos observadores expresaron su inquietud por el contenido informativo de los mercados de ILS de la zona del euro. Concretamente, esa inquietud estaba relacionada con las imperfecciones del mercado y los factores «técnicos» que podrían tener un impacto negativo en la calidad de las señales de precios emitidas por dichos mercados de ILS. Los factores técnicos ya se habían resumido previamente y, aplicando un enfoque indirecto se había constatado que, en general, su capacidad explicativa de los tipos ILS de la zona del euro era escasa (Munch Grønlund *et al.*, 2024). En este artículo se complementan y respaldan las conclusiones previas a partir de evidencia directa procedente de datos sobre operaciones, que se basa en la actividad agregada de los mercados y en las implicaciones de los patrones subyacentes de la actividad sectorial para la formación de precios².

Gráfico 1

Tipos ILS *forward* de la zona del euro para una selección de plazos



Fuentes: LSEG y cálculos del BCE.

Notas: El tipo ILS 1a4a es el tipo *forward* a un año dentro de cuatro años. La misma lógica se aplica a la definición de los demás tipos ILS *forward*. Las últimas observaciones corresponden al 9 de julio de 2025.

Conclusiones

Los datos de operaciones de derivados sugieren que el contenido informativo de los mercados de ILS de la zona del euro es considerable y que, en todo caso, ha mejorado en los últimos años. En este artículo se describen los resultados de un análisis pormenorizado de los datos presentados con arreglo al

² En este artículo, se considera que los tipos ILS tienen contenido informativo si reflejan, en un momento dado, las opiniones prevalentes sobre la inflación futura de inversores informados. A su vez, se considera que lo anterior es más probable que se cumpla si esos inversores negocian los contratos asociados con frecuencia y en respuesta a noticias relevantes. Así pues, el análisis del contenido informativo no depende de las propiedades históricas de predicción de la inflación de los tipos ILS; véase Chahad *et al.* (2024) para una comparación de la capacidad predictiva de los productos vinculados a la inflación de la zona del euro con la de las proyecciones elaboradas por los expertos del BCE/Eurosistema. No obstante, en la medida en que los inversores comprometen sus recursos («skin in the game»), cabe esperar que los tipos ILS que reflejen oportunamente sus opiniones también sean buenos predictores de la inflación.

Reglamento Europeo de Infraestructuras de Mercado (EMIR) que proporcionan evidencia detallada y de primera mano sobre la actividad de las contrapartes en los mercados de ILS de la zona del euro. El objetivo es analizar el contenido informativo de los tipos ILS de la zona del euro como medidas de la compensación por inflación. Los datos apuntan a un aumento considerable tanto de la amplitud como de la profundidad de la actividad total. El proceso de formación de precios resultante de la actividad de negociación parece sólido en general y la composición sectorial de la actividad se ha desplazado hacia contrapartes que pueden considerarse más sensibles a los cambios en las perspectivas de inflación. En particular, el peso de la actividad atribuible al sector de los fondos de inversión libre (*hedge funds*) ha aumentado. Todo lo anterior significa que una proporción creciente de las operaciones efectuadas en los mercados de ILS de la zona del euro parece haberse sustentado en la actualización continua de las opiniones sobre las perspectivas de inflación.

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

3

El efectivo sigue vivo... y ¿un tanto rejuvenecido? Diferenciación del uso del efectivo por período, edad y cohorte

Rebecca Clipal y Alejandro Zamora-Pérez

Introducción

Uno de los principales enigmas que motiva el estudio de los pagos en la actualidad es la divergencia existente entre décadas de predicciones sobre una sociedad sin efectivo y la realidad empírica del papel que sigue desempeñando el efectivo. La persistencia de este medio de pago es paradigmática en el caso del euro. El valor del efectivo en euros en circulación alcanzó los 1,59 billones de euros al final de 2024, lo que representa alrededor del 10 % del PIB de la zona del euro (un porcentaje similar al de hace una década) ¹. Aunque el uso transaccional del efectivo —que, según las estimaciones, supone aproximadamente el 20 % de dicha circulación (Zamora-Pérez, 2021)— ha disminuido claramente con la digitalización en curso, esta tendencia ha sido más lenta de lo previsto y la desaparición del efectivo no se ha materializado. Por el contrario, la evidencia muestra que, en 2024, el efectivo se utilizó en alrededor del 50 % de las operaciones realizadas en los puntos de venta físicos, por lo que siguió siendo el medio de pago más utilizado por las personas y el más aceptado por los comercios (Banco Central Europeo, 2024a; Banco Central Europeo, 2024b). Esta capacidad de resistencia contradice décadas de predicciones sobre la desaparición del efectivo (Shy, 2023), lo que sugiere que en la demanda global de dinero físico influyen otros factores más allá de la mera utilidad transaccional.

¿Qué explica esta persistencia rara vez anticipada del efectivo y cuáles son las perspectivas de futuro del efectivo? Las predicciones anteriores parecen haber subestimado varios factores que se solapan: 1) la sustituibilidad imperfecta del efectivo por medios de pago electrónicos (Alvarez *et al.*, 2022; Brown *et al.*, 2022), 2) la rigidez de los hábitos de pago, debido a los costes asociados a la adopción de nuevos medios de pago (Van der Cruijsen *et al.*, 2016; Nocciola y Zamora-Pérez, 2024), y 3) el hecho de que el efectivo continúe siendo relevante para diversos grupos demográficos y escenarios de pago (Bagnall *et al.*, 2016), incluidos los usuarios con pleno acceso a los pagos digitales en las economías avanzadas (Zamora-Pérez *et al.*, 2024) y los grupos de riesgo (Van der Cruijsen y Reijerink, 2024)². Las previsiones también se centraron exclusivamente en la

¹ Véase el [cuadro de mando \(dashboard\) del BCE](#).

² En este sentido, la literatura académica reciente ha puesto cada vez más en evidencia los costes previamente infravalorados de eliminar o restringir en gran medida el uso del efectivo, por ejemplo se ha destacado el papel que desempeña el efectivo en la moderación del poder de mercado de las entidades de crédito (Lagos y Zhang, 2022), los costes sociales de la retirada de la circulación de las altas denominaciones (Chodorow-Reich *et al.*, 2020) o la pérdida de valor añadido para el consumidor por no disponer de distintos medios de pago (Alvarez y Argente, 2022). En general, se ha constatado que, en algunos casos, los costes sociales de gravar considerablemente el uso del efectivo superan los beneficios sociales (Alvarez *et al.*, 2022).

función del efectivo como medio de pago y subestimaron otras de sus funciones, por ejemplo su rol como depósito valor, que ha ido en aumento³. Aparte de estas explicaciones de la capacidad de resistencia general del efectivo, otro factor clave es el uso diferenciado de las diversas funciones del efectivo por grupos de edad. Esta sigue siendo un área menos explorada, que brinda la oportunidad de adquirir una comprensión más profunda, en particular mediante el análisis sistemático de las interacciones entre los grupos de edad adulta o mayores y las transformaciones sociales generales, como la digitalización.

Este artículo contribuye al debate examinando el papel que desempeña actualmente el efectivo en tres de sus funciones, diferenciando en cada una de ellas los efectos de período, edad y cohorte. Este artículo se centra en el uso del efectivo en las operaciones diarias, en su función como depósito de valor y en la importancia que las personas otorgan a mantener el efectivo como opción (lo que a veces se denomina «demanda latente de efectivo»). Estos son indicadores clave de la vitalidad del efectivo en la zona del euro. Utilizando datos de la encuesta SPACE (2019, 2022 y 2024) del Eurosistema, se diferencia entre los efectos de período (como las tendencias generales de digitalización o acontecimientos singulares como la pandemia) y los patrones específicos por edad y la dinámica del ciclo de vida de distintas cohortes de nacimiento, con el fin de comprender las causas que explican la relevancia persistente —aunque cambiante— del efectivo. Los resultados muestran efectos de período claros y patrones de edad estables en los cinco últimos años: los jóvenes emplean el efectivo en todas sus funciones y lo mantienen en particular por motivos precautorios, mientras que los grupos de más edad lo utilizan en operaciones con más frecuencia que otros grupos etarios y, en todos ellos, la percepción de la importancia del efectivo ha aumentado.

Conclusiones

La evidencia obtenida de tres ediciones de la encuesta SPACE y del marco de edad-período-cohorte arroja nuevos resultados sobre la evolución del uso (transaccional y como depósito de valor) del efectivo y la percepción de su importancia. Tendencias generales, como la digitalización o la mayor percepción de que el efectivo es importante, y acontecimientos excepcionales —como la pandemia— pueden alterar notablemente el comportamiento de las personas. Además, los efectos de edad y la dinámica del ciclo de vida de generaciones concretas son fundamentales para comprender cómo evolucionan el uso y la percepción del efectivo. La intensa acumulación temporal de efectivo durante la pandemia ilustra cómo las preferencias o percepciones arraigadas pueden manifestarse con fuerza en determinadas condiciones.

Un aspecto importante para entender la demanda actual y futura del efectivo es que este medio de pago cumple diversas funciones y su utilidad varía significativamente entre los distintos grupos de edad. Si bien la digitalización de

³ La evolución reciente del efectivo en euros conlleva una aparente paradoja donde el efectivo total en circulación aumentó al tiempo que disminuyó el uso transaccional en términos relativos (Zamora-Pérez, 2021).

los pagos está reduciendo las operaciones que se realizan en efectivo, la creciente percepción de la importancia del efectivo y su papel como depósito de valor experimentan simultáneamente fluctuaciones sostenidas y causadas por el contexto temporal. Las predicciones de hace 20 años sobre la sustitución rápida o completa del efectivo aún no se han materializado, en parte porque no consideraron las distintas formas en las que el efectivo seguiría siendo útil para las personas. En este artículo se muestra que todos estos indicadores de las preferencias por el efectivo muestran patrones de edad singulares que pueden ayudar a entender mejor la persistencia del uso del efectivo en sus distintas funciones.

Por ejemplo, la elevada interacción de los jóvenes con el efectivo sugiere que las nuevas generaciones pueden seguir considerándolo útil conforme se incorporan al mercado de trabajo, aunque también deberían tenerse en cuenta los efectos del envejecimiento de la población. Los jóvenes utilizan el efectivo de forma destacada en sus tres funciones: muestran un uso transaccional medio, desempeñan un papel principal en el uso como depósito precautorio y expresan un firme convencimiento de que el efectivo es importante. Esto indica que el efectivo se considera útil durante las primeras etapas de la independencia financiera. Al mismo tiempo, puede ser que el mayor volumen de transacciones en efectivo que se observa entre las generaciones de más edad en las poblaciones de la zona del euro que están envejeciendo sea una tendencia que frena el ritmo de digitalización. Incluso si cada cohorte se jubilara con un uso menos intensivo del efectivo que su antecesora (efecto de período), las consideraciones demográficas (efectos de edad) podrían implicar una ralentización —no una aceleración— del descenso agregado. Todo esto suscita dudas adicionales sobre la posición maximalista que prevé una fuerte disminución del uso del efectivo en los próximos años.

Una política de pagos prudente debe entender la utilidad que el efectivo tiene para la sociedad y planificar una larga fase de coexistencia, en la que los billetes y monedas circulan junto con los medios de pago electrónicos, físicos y online. Aparte de los beneficios indudables de la digitalización y su potencial para aumentar la inclusión financiera, las políticas o estrategias sectoriales que restrinjan indebidamente el acceso al efectivo o que encarezcan su uso corren el riesgo de perjudicar a sectores de la población y de debilitar la resiliencia sistémica; ahora bien, si se ignora el progreso digital, se perderían ganancias de eficiencia. Unas estrategias equilibradas que salvaguarden las infraestructuras esenciales del efectivo y fomenten opciones digitales competitivas, sin dejar de prestar atención a la diversidad demográfica, servirán mejor a la zona del euro a medida que evolucionen los hábitos de pago.

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