

**09.02.2023**

**(Des)globalización y políticas económicas en el contexto europeo\***

Diálogo con el gobernador sobre el futuro de la globalización/Centro Cañada Blanch de estudios contemporáneos españoles y London School of Economics and Political Science

Londres

Pablo Hernández de Cos

Gobernador

\* Traducción al español del original en inglés

---

Quisiera comenzar expresando mi agradecimiento al profesor Andrés Rodríguez-Pose, al Cañada Blanch Centre for Contemporary Spanish Studies del London School of Economics (LSE) y al LSE por su amable invitación, y por darme la oportunidad de participar en este diálogo sobre un tema fascinante: el futuro de la globalización. Los interrogantes que actualmente rodean a este tema son de vital importancia para las economías muy abiertas e integradas, como el área del euro y el Reino Unido.

Las dos perturbaciones extraordinarias que han afectado recientemente a la economía mundial —la pandemia de COVID-19 y, sobre todo, la invasión rusa de Ucrania— han provocado disrupciones en las cadenas globales de valor y en los mercados de materias primas, y han generado un entorno de mayor incertidumbre y tensiones geopolíticas. Si a esto se añaden los anteriores y actuales episodios de tensiones comerciales entre Estados Unidos y China, entre otros sucesos, estas perturbaciones han planteado nuevas preguntas sobre el futuro de la globalización y la creciente importancia de los factores geopolíticos en la configuración de las relaciones económicas internacionales.

Aunque la globalización de la distribución de bienes se fue ralentizando incluso antes de la pandemia, la preocupación por la capacidad de resistencia de las cadenas globales de valor y por la seguridad del suministro de productos estratégicos está siendo ahora más evidente en las decisiones de las empresas y en las medidas consideradas por los Gobiernos.

Por su parte, a los Gobiernos les preocupa cada vez más que la apertura comercial y financiera pueda crear dependencias con terceros países que aumenten la vulnerabilidad a perturbaciones geopolíticas. En consecuencia, han comenzado a incluir consideraciones geopolíticas en sus decisiones económicas, con iniciativas que tratan de limitar las vulnerabilidades externas, por ejemplo, impulsando la producción local de productos estratégicos como los semiconductores o vigilando las entradas de inversión extranjera directa por motivos de seguridad nacional.

Estas cuestiones revisten particular importancia para la UE, dado su elevado grado de apertura comercial y financiera, que es mayor que el de otras potencias geopolíticas como Estados Unidos o China. Por ejemplo, en 2019, la cuota de comercio exterior alcanzó el 54 % del PIB en el área del euro (frente al 31 % en 1999), el doble de la correspondiente a Estados Unidos (26 %), mientras que la participación en las cadenas globales de valor en el comercio es 20 puntos porcentuales más alta en el área del euro que en Estados Unidos. Asimismo, el grado de apertura financiera del área del euro, medida por el volumen de activos y pasivos exteriores brutos en relación con el PIB, es superior al del país americano.

Esta apertura ha sido una importante ventaja para Europa durante muchos años y uno de los principales motivos de su prosperidad. Además, ha permitido que la UE se beneficie de precios de importación más bajos, de mayores oportunidades de exportación, de más competencia exterior, de la difusión de tecnologías y, en definitiva, de ganancias de productividad.

Sin embargo, también se ha convertido en un elemento de vulnerabilidad en un entorno geopolítico global más volátil. En la actualidad, la dependencia energética exterior de la UE constituye una evidencia de ello.

En este contexto, en mi intervención de hoy me gustaría poner el foco en tres temas. Primero me centraré en las implicaciones de los cambios en los patrones de globalización

para la economía europea. Concretamente, analizaré las vulnerabilidades y las dependencias que afectan a los flujos comerciales y financieros de la UE basándome en un informe que el Eurosistema publicará próximamente<sup>1</sup>. En la segunda parte haré balance de la respuesta de las políticas europeas para reducir esas vulnerabilidades y exposiciones, y los dilemas a los que se enfrentan. También expondré algunas ideas sobre cómo creo que deberían reaccionar las políticas europeas. En la última parte de mi intervención me referiré a las implicaciones de esta tendencia para la política monetaria del BCE. En su reciente revisión de la estrategia, el BCE examinó detenidamente las consecuencias de la globalización para la conducción de la política monetaria. La pregunta obvia es si ahora debemos esperar efectos similares de signo contrario como resultado de un posible aumento de la fragmentación.

## **Las vulnerabilidades de la UE en un entorno globalizado**

La UE está muy integrada en la economía mundial y tiene vínculos estrechos con otras potencias geopolíticas importantes, como con Estados Unidos en el área de las finanzas y el comercio, con China en el ámbito comercial y, antes de la guerra, con Rusia en el suministro de energía y de materias primas.

¿Cuáles son las principales vulnerabilidades que se observan como consecuencia de este alto grado de integración?

Una fuente de vulnerabilidad ante la escalada de las tensiones geopolíticas se deriva de la **elevada dependencia externa de Europa de algunos productos** que son fundamentales para la economía de la UE, pero **que se importan de un número reducido de países no pertenecientes a la UE**.

Una proporción sustancial de los bienes que importa la UE proceden de China, que también es el principal exportador a la UE de productos electrónicos (como ordenadores y dispositivos ópticos), para los que la capacidad de producción interna es también relativamente baja. Esta situación no es exclusiva de la UE y, en consecuencia, China se está convirtiendo en la «OPEP de los insumos industriales»<sup>2</sup>.

Esta dependencia de las importaciones chinas ya tuvo importantes consecuencias para el sector manufacturero europeo durante la pandemia. Se dispone de evidencia<sup>3</sup> de que las interrupciones registradas en las cadenas de suministro chinas durante los primeros meses de la pandemia tuvieron un impacto considerable en la producción manufacturera del área del euro, reduciéndola temporalmente un 7 %.

La UE también depende de terceros países para la producción de semiconductores. Las empresas europeas que participan en la fabricación de estos productos se concentran casi exclusivamente en la fase inicial (*upstream*) de la cadena de producción proporcionando

---

<sup>1</sup> Ioannou, D. y J. J. Pérez (coautores) (2023). «The EU's Open Strategic Autonomy from a central banking perspective. Challenges to the monetary policy landscape from a changing geopolitical environment». *Occasional Document*, IRC Workstream on EU's Open Strategic Autonomy.

<sup>2</sup> Baldwin, R., R. Freeman y A. Theodorakopoulos. (2022). [Horses for courses: Measuring foreign supply chain exposure](#). NBER n.º w30525.

<sup>3</sup> Khalil M. y M.-D. Weber (2021). «[Chinese supply chain shocks](#)». MPRA Paper n.º 110356.

equipos de fabricación y materiales de alta pureza que se utilizan en la producción de chips. Sin embargo, estas empresas representan una proporción insignificante de otras fases críticas de la cadena de producción, como el diseño o el montaje de chips. También presentan un alta dependencia de proveedores externos: casi el 80 % de los proveedores de empresas europeas de semiconductores están radicados fuera de la UE<sup>4</sup>.

El comercio de bienes energéticos es un buen ejemplo de concentración. En 2020, la UE importó el 60 % de su energía. Cuatro países fueron el origen del 70 % de las importaciones de gas, de las que un 40 % procedieron de Rusia. Las repercusiones de un suministro muy concentrado de una materia prima clave ya son patentes en la actualidad. La fuerte subida que experimentaron los precios del gas el año pasado (mucho más acusado en la UE que en Estados Unidos), la reducción drástica del suministro de Rusia y las dificultades para sustituir el gas por otras fuentes de energía han ejercido intensas presiones inflacionistas y han generado uno de los principales riesgos para la economía europea a corto y a medio plazo.

En el futuro, la transición hacia una economía más verde conllevará una fuerte disminución de la dependencia energética en términos agregados, desde alrededor del 60 % en la actualidad hasta el 10 % en 2050 en un escenario de cero emisiones.

Sin embargo, esta misma política, así como la digitalización de la economía, acrecentará la necesidad de la UE de importar las denominadas «materias primas críticas». La Comisión Europea considera que estas materias primas (como las tierras raras, el paladio o el cobalto) son críticas debido a su importancia económica, a la dificultad de sustituirlas por otros materiales, a la elevada concentración de sus importaciones y a otros riesgos de suministro<sup>5</sup>. Por ejemplo, China controla aproximadamente la mitad de la capacidad global de extracción de tierras raras y el 85 % de la capacidad de refinado. Rusia es el principal proveedor de la UE de estas materias primas (que supusieron el 18 % del valor total de esas importaciones en 2019).

La Comisión Europea estima que la demanda de algunas de estas materias primas críticas podría multiplicarse por más de cinco hasta 2030, lo que hará que las dependencias externas de la UE en este campo se incrementen drásticamente en un futuro próximo.

La segunda vulnerabilidad se refiere a la **concentración de las exportaciones**. Este es un aspecto clave para la economía europea —que históricamente ha mantenido un fuerte superávit comercial— y cuyas exportaciones han compensado parte del importante deterioro reciente de la relación real de intercambio ocasionado por los elevados precios de la energía. A este respecto, las exportaciones de la UE de diversos productos farmacéuticos y químicos y de algunas manufacturas de alta tecnología están muy concentradas en Estados Unidos y en el Reino Unido, y también se caracterizan por una demanda interna relativamente baja.

---

<sup>4</sup> Ciani, A. y M. Nardo (2022). «The position of the EU in the semiconductor value chain: Evidence on trade, foreign acquisitions, and ownership». Working Paper in Economics and Finance 2022/3, abril, Joint Research Centre.

<sup>5</sup> Comisión Europea (2020). «[Critical Raw Materials Resilience: Charting a Path towards greater Security and Sustainability](#)». COM (2020) 474.

Los riesgos geopolíticos también podrían afectar a las **inversiones extranjeras directas y de cartera en la UE**. Los principales socios de inversión de la UE son otras economías avanzadas. Sin embargo, algunos factores dificultan la identificación de los inversores últimos en la UE, dado que una proporción considerable de las entradas de inversión extranjera directa proviene de centros financieros extraterritoriales (*offshore*) o de vehículos de propósito especial (*SPEs*). Así pues, los análisis empíricos<sup>6</sup> que han tratado de esclarecer los orígenes de la inversión extranjera directa en la UE centrándose en los inversores últimos estiman que las exposiciones frente a Estados Unidos y China pueden haberse subestimado significativamente.

Por lo que respecta a los flujos de cartera, un estudio<sup>7</sup> cuyo objetivo era reexpresar las tenencias sustituyendo el criterio de residencia por el de nacionalidad concluyó que, en 2017, las tenencias de deuda rusa y china en el área del euro se triplicaban si se tenían en cuenta las emisiones a través de paraísos fiscales.

Una fuente de vulnerabilidades potenciales a los riesgos geopolíticos también se deriva de **la excesiva dependencia de la UE frente a proveedores de fuera de la UE en infraestructuras de los mercados financieros y de servicios financieros digitales**. Ello incluye la posición dominante de proveedores de servicios de pago radicados fuera de la UE en la intermediación de operaciones de pago europeas, el recurso excesivo de los participantes en los mercados de la UE a servicios de compensación de terceros países, así como el rápido auge de las empresas tecnológicas globales (*big tech*) no pertenecientes a la UE y la complejidad del ecosistema de los criptoactivos, dominado unos pocos grandes proveedores de servicios de criptoactivos (como las plataformas de intercambio o *exchanges*) que a menudo están ubicados fuera de la UE.

En resumen, la UE —al igual que muchas otras economías del mundo, incluido el Reino Unido— se enfrenta a una serie de vulnerabilidades externas en los ámbitos financiero y comercial derivadas de su gran integración en las cadenas globales de valor y de su excesiva dependencia de determinadas importaciones, exportaciones e infraestructuras de mercado de terceros países.

### **Nuevas tendencias de globalización**

En un entorno marcado por numerosas e intensas perturbaciones geopolíticas, los Gobiernos y las empresas están intentando reducir estas vulnerabilidades. Es evidente que es demasiado pronto para saber cómo y en qué medida afectarán estos esfuerzos a las tendencias de globalización, pero parece observarse un cambio «de la dependencia a la diversificación, de la eficiencia a la seguridad y de la globalización a la regionalización»<sup>8</sup>.

---

<sup>6</sup> Alcidi, C., D. Postica y F. Shamsfakhr (2021). «[Analysis of Developments in EU Capital Flows in the Global Context](#)». Centre for European Policy Studies.

<sup>7</sup> Coppola, A., M. Maggiori, B. Neiman y J. Schreger (2021). «[Redrawing the Map of Global Capital Flows: The Role of Cross-Border Financing and Tax Havens](#)». *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 136(3), pp 1499-1556.

<sup>8</sup> Lagarde, C. (2022). «[A new global map: European resilience in a changing world](#)». Discurso pronunciado en el Peterson Institute for International Economics, abril.

**En primer lugar**, las empresas están reduciendo su dependencia frente a determinados proveedores —es decir, están buscando una **mayor diversificación**— para mitigar el impacto de las perturbaciones globales de oferta. Así pues, según algunas encuestas, al final de 2021 casi la mitad de las empresas habrían diversificado su base de proveedores, y un 5 % habría aplicado medidas para reubicar la producción en el país de origen de la empresa. Al mismo tiempo, las empresas estarían sustituyendo los sistemas de gestión de las cadenas de suministro *just-in-time*<sup>9</sup> por sistemas *just-in-case*.<sup>10</sup>

De modo similar, según la encuesta sobre inversión<sup>11</sup> del Banco Europeo de Inversiones, la mitad de las empresas estadounidenses y un tercio de las de la UE han reaccionado a las recientes disrupciones en el comercio centrándose más en el mercado interno. Por su parte, de acuerdo con la encuesta de McKinsey a responsables de cadenas de suministro de todo el mundo<sup>12</sup>, el año pasado, el 81 % las empresas adoptaron estrategias de doble fuente de aprovisionamiento de materias primas (frente al 55 % en 2021).

En otras palabras, la respuesta parece estar dirigiéndose más hacia una mayor diversificación —en términos de proveedores y demanda final, y tanto interna como externamente— más que hacia la relocalización, al menos por el momento.

De hecho, esta diversificación puede generar mayor estabilidad macroeconómica y menor volatilidad.

**En segundo lugar**, y en relación con lo anterior, los países (incluidos China y Estados Unidos) han empezado a dar mayor prioridad a la **seguridad que a la eficiencia**.

Un ejemplo de ello es el concepto de *friend-shoring*<sup>13</sup> como objetivo estratégico de Estados Unidos, mientras que Europa pretende duplicar su cuota de producción mundial de semiconductores hasta alcanzar el 20 % para 2030.

Las empresas también están reaccionando. Por ejemplo, según la encuesta del Banco Europeo de Inversiones, el porcentaje de empresas de la UE que está tratando de acortar su cadena de suministro aumentó del 10 % en 2021 al 20 % en 2022, mientras que en Estados Unidos se incrementó del 20 % al 30 %. Asimismo, alrededor del 40 % de las empresas alemanas están intentando reducir su dependencia de los insumos chinos.

Es probable que esta mayor seguridad dé lugar a una menor capacidad de compartición de riesgos entre países y a unos mayores costes de transacción.

---

<sup>9</sup> NdT: Sistemas en los que las empresas producen en función de los pedidos y reducen al máximo sus existencias almacenadas.

<sup>10</sup> NdT: Sistemas en los que las empresas producen por adelantado y disponen de existencias para atender posibles incrementos de la demanda.

<sup>11</sup> [European Investment Bank Investment Survey, 2022](#).

<sup>12</sup> Alicke, K., E. Barriball, T. Foster, J. Mauhourat y V. Trautwein (2022). [Taking the pulse of shifting supply chains](#). McKinsey.

<sup>13</sup> NdT: Relocalización a países aliados/amigos.

**En tercer lugar**, en la medida en que el comercio internacional se vea afectado negativamente por factores geopolíticos, también surgirá una **tendencia hacia la regionalización** como mecanismo para continuar disfrutando de las ventajas de la globalización, pero a menor escala. A título ilustrativo, en 2022, el 44 % de las empresas mundiales estaban estableciendo redes de suministro regionalizadas (frente a solo el 25 % en 2021).

Es evidente que algunas de las tendencias mencionadas previamente pueden comportar una nueva ralentización del proceso de globalización mayor que la observada en los últimos años, o incluso generar presiones de desglobalización.

### **La respuesta de la UE**

En respuesta a estos retos, la UE ha puesto en marcha recientemente una serie de políticas en el marco de la denominada **Autonomía Estratégica Abierta (*Open Strategic Autonomy agenda*)**: un nuevo conjunto de políticas regulatorias, estructurales y fiscales cuyo objetivo es abordar las vulnerabilidades económicas de la UE derivadas de consideraciones geopolíticas.

En el marco de esta estrategia se han propuesto tres tipos de políticas para reducir las vulnerabilidades de la UE.

El **primer** conjunto de medidas tiene por objeto analizar las dependencias y las vulnerabilidades de las cadenas de suministro y **augmentar la resiliencia del sistema industrial europeo**. Como ejemplos específicos cabe mencionar el plan de acción sobre materias primas críticas —dirigido a reducir la dependencia externa de la UE en el aprovisionamiento de esas materias—, la iniciativa «RePowerEU» —cuya finalidad es reducir la dependencia energética de la UE— y los planes para impulsar la digitalización de las economías europeas.

El **segundo** conjunto de medidas está orientado a **proteger a los países de la UE de posibles prácticas abusivas de terceros países** que pueden estar relacionadas con objetivos estratégicos o políticos. Entre estas medidas se incluyen las dirigidas a realizar un seguimiento de los flujos de inversión extranjera directa procedentes de terceros países y otras diseñadas para limitar medidas coercitivas contra empresas europeas.

El **tercer** grupo de medidas tiene por finalidad **preservar la competencia internacional** compensando las desventajas competitivas que podrían afrontar las empresas de la UE como resultado de políticas medioambientales y de ayudas públicas menos estrictas aplicadas por terceros países. Algunos ejemplos son el Reglamento sobre las subvenciones extranjeras que distorsionan el mercado interior y el mecanismo de ajuste en frontera por emisiones de carbono (MAFC).

Otros países han empezado a incluir consideraciones geopolíticas también en sus decisiones de política económica, entre las que destaca la decisión reciente de Estados Unidos de restringir las exportaciones de semiconductores y de equipos de fabricación de chips avanzados a China, y la adopción de la **Inflation Reduction Act** (Ley de reducción de la inflación), que concede créditos fiscales a los productores de energía limpia y de coches eléctricos siempre que el montaje y la producción se lleven a cabo en Norteamérica.

En el caso particular de la UE, y con vistas a compensar, al menos en parte, los costes de la desglobalización y a asegurar una economía de la UE más sólida y resiliente, en mi opinión, las políticas de autonomía estratégica deberían ir acompañadas de una **profundización sustancial de la integración de la UE**, especialmente en aquellas áreas en las que se ha avanzado menos en la integración.

A este respecto, son necesarias políticas estructurales a nivel de la UE para **promover la integración y la interconexión de los mercados de la UE** —en especial de los energéticos— y para reforzar el mercado único, lo que se traducirá en una mayor resistencia a las perturbaciones y también redundará en un aumento de la competitividad. Ello no solo beneficiará al mercado de la energía, sino que también promoverá un auténtico mercado único de servicios.

Asimismo, deben establecerse **mecanismos de financiación conjunta** que permitan salvaguardar este esfuerzo común sin lastrar excesivamente o de forma muy desigual las finanzas públicas nacionales. Estos mecanismos permitirían a las instituciones de la UE financiar programas a gran escala sujetos a un estándar de calidad común y evaluar su cumplimiento de manera homogénea.

Por último, es esencial avanzar en la **ampliación de los mecanismos —públicos y privados— de compartición de riesgos en la UE**, lo que debería llevarse a cabo por tres cauces. En primer lugar, la Unión Económica y Monetaria (UEM) ha de dotarse de una **capacidad de estabilización macroeconómica permanente**. En segundo lugar, es imprescindible **completar la Unión Bancaria** con la construcción de un sistema europeo de garantía de depósitos. Y, en tercer lugar, es fundamental avanzar en el establecimiento de la **Unión de los Mercados de Capitales** para aumentar la resiliencia de la UEM ante perturbaciones macrofinancieras, distribuir mejor los costes de las perturbaciones asimétricas o idiosincrásicas, reducir los riesgos de fragmentación financiera y ofrecer un entorno más favorable para la inversión privada.

En la actualidad, el tamaño relativamente reducido de los mercados de renta variable y el sustancial sesgo nacional en las carteras de activos limitan la compartición de riesgos en el área. Además, una Unión de los Mercados de Capitales más profunda puede mejorar la canalización del abundante ahorro agregado hacia la inversión en infraestructuras, energía e innovación, áreas en las que la inversión privada es crucial.

A este respecto, un elemento clave para un verdadero mercado de capitales de la UE más profundo y más integrado sería un volumen suficiente de activos seguros paneuropeos. Un activo seguro de la UE se convertiría en una referencia común para los inversores, que permitiría que los precios de los valores en toda la UEM reflejasen mejor el riesgo de sus fundamentos económicos. Asimismo, facilitaría el desarrollo y la integración de los mercados financieros del área, y los movimientos en busca de la calidad crediticia ya no producirían flujos transfronterizos a los países considerados más seguros. Tendría también su reflejo en una mayor confianza de los inversores internacionales en el proyecto europeo, contribuyendo a potenciar el papel internacional del euro. Todo esto es particularmente relevante en un contexto de tensiones geopolíticas y *shocks* asimétricos.



## Las consecuencias para la política monetaria

Ahora me centraré en la tercera parte de mi intervención: ¿son todos estos desarrollos recientes de carácter global relevantes para la conducción de la política monetaria?

Para responder a esta pregunta, primero voy a analizar los canales a través de los cuales la globalización puede haber influido en la política monetaria. Podemos distinguir tres canales principales: 1) el impacto en la inflación, 2) el impacto en la transmisión de la política monetaria, y 3) el impacto en el tipo de interés natural.

**En primer lugar**, en un contexto de creciente globalización, más allá de los factores internos, varios factores de carácter global<sup>14</sup> podrían afectar a la **dinámica de la inflación**, por ejemplo, los precios de las materias primas, el grado de holgura (*slack*) global, los tipos de cambio, la participación en las cadenas mundiales de suministro y un componente global en los ciclos financieros. Ciertamente, se dispone de evidencia de que el impacto del grado de holgura global en la inflación interna puede estar relacionado positivamente con el nivel de apertura comercial y financiera de un país<sup>15</sup>. En consecuencia, el grado de sincronización entre las tasas de inflación general ha aumentado en todo el mundo. Sin embargo, se ha constatado que el impacto de estos efectos en la inflación subyacente y en la inflación salarial es reducido<sup>16</sup>. De hecho, la inflación subyacente presenta una correlación más baja entre países que la inflación general, y las correlaciones entre países tienden a ser menores en horizontes temporales más dilatados<sup>17</sup>.

La globalización también podría afectar a las **tendencias de la inflación**. Por ejemplo, un mayor grado de integración comercial puede influir en la inflación tanto directamente, mediante el aumento de la cuota de importaciones procedentes de países con salarios bajos en el consumo y la producción, como indirectamente, por los menores costes para las multinacionales que participan en las cadenas globales de valor, el incremento de la oferta de trabajo y la disminución del poder de negociación de los trabajadores.

La evidencia disponible muestra que este impacto ha sido positivo, pero de magnitud limitada. Por ejemplo, según cálculos de los expertos del Eurosistema<sup>18</sup>, las importaciones de bienes procedentes de economías con salarios bajos redujeron la inflación medida por el IPC del área del euro a través de efectos directos e incrementaron la competencia en 0,16 puntos porcentuales al año en los dos últimos decenios, aunque se considera que esto constituye una cota superior.

---

<sup>14</sup> Forbes, F. (2019). «[Inflation dynamics: dead, dormant or determined abroad?](#)». *Brooking Papers on Economic Activity*, otoño.

<sup>15</sup> Bianchi, J. y A. Civelli (2015). «[Globalization and inflation: Evidence from a time-varying VAR](#)». *Review of Economic Dynamics*, 18(2), pp.406-433.

<sup>16</sup> Forbes, K. (2019). «[Inflation dynamics: dead, dormant or determined abroad?](#)». *Brooking Papers on Economic Activity*, otoño, y M. A. Attinasi y M. Balatti (2021). «[Globalization and its implications for monetary policy](#)». BCE, Boletín Económico, número 4.

<sup>17</sup> Kamber, G. y B. Wong (2020). «[Global factors and trend inflation](#)». *Journal of International Economics*, vol. 122, 103265.

<sup>18</sup> ECB Work Stream on Globalization (2021). «[The Implications of Globalisation for the ECB Monetary Policy Strategy](#)». Occasional Paper n.º 263.

Hay también un debate sobre si la globalización ha contribuido a reducir la sensibilidad de la inflación a perturbaciones que afectan al producto interno; en otras palabras, a un aplanamiento de la curva de Phillips.

En general, los cálculos del BCE muestran que las economías más integradas tienen una curva de Phillips más plana y, en consecuencia, una ratio de sacrificio de la política monetaria más elevada. Con todo, existe escasa evidencia de que el debilitamiento de la relación entre el grado de holgura interno y la inflación pueda explicarse plenamente por factores de carácter global<sup>19</sup>.

En segundo lugar, entre otros desarrollos de la globalización, la mayor apertura comercial, la participación más amplia en las cadenas globales de valor, la acumulación de activos y pasivos exteriores, la mayor dependencia de fuentes de financiación internacionales y el aumento de la sincronización de los precios de los activos podrían repercutir en la **transmisión doméstica de la política monetaria**.

Por ejemplo, la evidencia disponible muestra que la globalización financiera ha reforzado el canal del tipo de cambio de la política monetaria y que este reforzamiento ha compensado con creces el debilitamiento del canal de tipos de interés a través de los efectos del ciclo financiero global<sup>20, 21</sup>. Las economías más abiertas experimentan mayores pérdidas de valoración y efectos riqueza en su saldo exterior en respuesta a una apreciación del tipo de cambio. Por el contrario, la globalización también podría haber reducido la traslación del tipo de cambio a los precios de importación, debido a las crecientes presiones competitivas en los mercados de exportación. Del mismo modo, la ampliación de las cadenas globales de valor podría haber contribuido también al deterioro de la transmisión del tipo de cambio<sup>22</sup>.

En tercer lugar, **el impacto de la globalización sobre el tipo de interés natural** también es objeto de debate. Por un lado, uno de los principales determinantes de este tipo de interés es la productividad —un factor clave del crecimiento económico a largo plazo y, por tanto, una consideración fundamental para la política monetaria—. En el caso de la UE existe evidencia de que, en general, la apertura comercial ha influido positivamente en la productividad y la innovación<sup>23</sup>. Y este mayor crecimiento de la productividad se habría

---

<sup>19</sup> Forbes, K. (2019). «[Inflation dynamics: dead, dormant or determined abroad?](#)». Brookings Papers on Economic Activity, otoño.

<sup>20</sup> En unos mercados financieros altamente interconectados, se espera que los tipos de interés a largo plazo y los precios de los activos de riesgo se vean cada vez más afectados por factores de carácter global.

<sup>21</sup> Georgiadis, G. y A. Mehl (2015). «[Financial globalisation and monetary policy effectiveness](#)». Journal of International Economics, 103, pp. 200-212.

<sup>22</sup> Por ejemplo, cuando el tipo de cambio se deprecia en respuesta a una relajación de la política monetaria, los insumos importados utilizados en la producción de exportaciones se encarecen, lo que induce a los exportadores a incrementar los precios en moneda local. Desde la perspectiva del destino de las exportaciones, el aumento del precio en moneda local se ve compensado por la depreciación de dicha moneda.

<sup>23</sup> Bloom, N., M. Draca y J. van Reenen (2016). «[Trade Induced Technical Change? The Impact of Chinese Imports on Innovation, IT and Productivity](#)». *The Review of Economic Studies*, vol. 83, número 1, pp. 87-117, y Work stream on globalisation (2021). «[The implications of globalisation for the ECB monetary policy strategy](#)». ECB Occasional Papers n.º 263.

plasmado en un aumento del tipo de interés natural. Por otro, es posible que la globalización financiera haya reducido este tipo incrementando la demanda mundial de activos seguros.

En relación con todos estos factores conviene considerar si la globalización afecta a la inflación a través de **cambios estructurales en los mercados, del proceso de fijación de precios o de los márgenes empresariales**. Su impacto es ambiguo. Por una parte, como he indicado anteriormente, el comercio y la participación en las cadenas globales de valor podrían incrementar la competencia y generar complementariedades estratégicas. Por otra, se ha argumentado que la interacción entre la globalización, la digitalización y la mayor importancia de los activos intangibles puede dar lugar a empresas con márgenes elevados y un poder de mercado considerable, a un menor grado de traslación de los costes a los precios<sup>24</sup> y a consecuencias para la volatilidad de la inflación, la transmisión de la política monetaria y el tipo de interés natural.

En síntesis, la principal conclusión a la que llegan los trabajos de investigación actuales es que, en conjunto, el desarrollo de la globalización durante las últimas décadas se ha traducido en presiones desinflacionistas en las economías avanzadas, incluida el área del euro. También ha incrementado la transmisión de perturbaciones externas y ha contribuido a la menor sensibilidad de la inflación a factores internos. Con todo, se considera que, en términos cuantitativos, estos efectos son leves.

### **Mirada hacia el futuro**

¿Cabe esperar efectos simétricos de un proceso de desglobalización?

En mi opinión, hay varios motivos que no nos permiten suponer que este proceso vaya a ser simétrico a la fase de globalización.

**En primer lugar**, parece que, por el momento, no hay una tendencia uniforme hacia una «desglobalización», sino más bien un **cambio en la naturaleza de la globalización**, que ocasionaría una mayor regionalización de los flujos comerciales y de las cadenas de suministro, una diversificación del aprovisionamiento y cierta ralentización de la fragmentación de las cadenas globales de valor<sup>25</sup>.

Aunque la notable disminución de las decisiones de las empresas de trasladar parte de sus procesos de producción al extranjero (deslocalización u *offshoring*) o de repatriar actividades previamente deslocalizadas (relocalización o *reshoring*) es compatible con una fase de desglobalización, existen otros factores que matizan este punto de vista.

La estabilización de los intercambios comerciales de bienes ciertamente apunta a una desaceleración de la tendencia, pero el crecimiento sostenido del comercio internacional de servicios parece indicar que en este sector continúan las tendencias de globalización, impulsadas por los avances tecnológicos, incluidos el comercio de datos y la expansión de la inteligencia artificial.

---

<sup>24</sup> Amiti, M., O. Itshkhoki y J. Konings (2018). «International Shocks, Variable Markups and Domestic Prices». The Review of Economic Studies, febrero de 2019.

<sup>25</sup> Kataryniuk, I., J. J. Pérez y F. Viani (2021). [\(De-\) Globalisation of trade and regionalisation: a survey of the facts and arguments](#). Documento Ocasional - Banco de España, 2124.

**En segundo lugar, el impacto de estas nuevas tendencias** —en contraposición a meras tendencias de globalización o desglobalización— **no está claro en absoluto.**

A título ilustrativo cabe mencionar que, si bien la deslocalización suele estar relacionada con pérdidas de empleo, varios estudios recientes ponen de relieve que también se asocia a una mejora del trabajo hacia puestos más competitivos e innovadores, y a cambios en la composición del empleo en favor de trabajadores altamente cualificados<sup>26</sup>.

**En tercer lugar,** el proceso de globalización se desarrolló a lo largo de varias décadas. Las actuales decisiones de localización y la elección de proveedores son resultado de factores económicos de largo plazo, que podrían actuar de forma diferente en una fase de desglobalización, sobre todo si es más precipitada y se produce en poco tiempo, lo que podría generar efectos no lineales en el crecimiento, la inflación o la transmisión de la política monetaria.

En cuarto lugar, **el impacto de este proceso sobre los precios y la productividad dependerá fundamentalmente del tipo de políticas económicas que se adopten.**

Las medidas proteccionistas pueden dar lugar a situaciones que no benefician a ninguno de los agentes involucrados, en particular en los países menos desarrollados que dependen de la apertura comercial y financiera para acceder a nuevas tecnologías y a financiación externa.

Además, la evidencia sugiere que el creciente recurso a los subsidios por parte de las principales economías tiene importantes efectos distorsionadores en la asignación de recursos, lo que pone de manifiesto que su uso debería limitarse a garantizar los insumos y materias primas específicos necesarios para el desarrollo de tecnologías clave.

Lo mismo puede decirse de las políticas que tienen como objetivo acortar la cadena de suministro, o «*friend-shoring*». En general, la literatura señala que la participación en las cadenas globales de valor permite que las empresas gestionen perturbaciones de demanda inesperadas mejor que en un mundo con una producción predominantemente nacional o regional. Esta observación implica que las ganancias obtenidas del denominado *friend-shoring* son limitadas. En la medida en que economías próximas se vean sujetas al mismo tipo de perturbaciones, el *friend-shoring* no les permitirá beneficiarse de la mitigación de perturbaciones derivadas de la mayor diversificación de las cadenas de valor.

Del mismo modo, la transición ecológica podría reducir el comercio de bienes, dado que los combustibles fósiles representan en torno al 10 % de los flujos comerciales mundiales y que la mayor parte de las energías renovables son de producción nacional. Algunos observadores podrían vincular estos desarrollos con la desglobalización y con mayores presiones inflacionistas. Trabajos de investigación recientes muestran que, si bien a largo plazo las tecnologías verdes son más baratas que las intensivas en emisiones de carbono o «marrones», cabe la posibilidad de que la inflación (o la «inflación verde») aumente durante

---

<sup>26</sup> Véanse Mion, G. y L. Zhu (2013). [Import competition from and offshoring to China: A curse or blessing for firms?](#). *Journal of International Economics*, 89(1), 202-215, o Carluccio, J., A. Cunat, H. Fadinger y C. Fons-Rosen (2019). [Offshoring and skill-upgrading in French manufacturing](#). *Journal of International Economics*, 118, pp. 138-159.

la fase de transición. En cambio, un incremento de la inversión pública puede contribuir a la expansión del producto potencial y a reducir las presiones sobre los precios<sup>27</sup>.

En quinto lugar, **cualquier período de cambios en las políticas lleva aparejada una mayor incertidumbre**. La mayor frecuencia de las tensiones geopolíticas genera incertidumbre y se ha demostrado que esta, a su vez, incide en la inversión, sobre todo en la inversión en activos intangibles y en la adopción de tecnologías<sup>28</sup>.

En síntesis, una reconfiguración del proceso de desglobalización puede tener un impacto sobre los precios y la productividad. Además, es posible que estos desarrollos afecten a los factores estructurales que determinan los canales de transmisión de la política monetaria. No obstante, habida cuenta de la elevada incertidumbre existente en torno a las características de estas tendencias y a sus efectos, la política monetaria no debería reaccionar de manera desproporcionada a los posibles efectos por el lado de la oferta derivados de un cambio en la naturaleza de la globalización en el corto plazo, pero sí realizar un seguimiento de sus efectos de largo plazo en la estructura de la economía. Dicho de otro modo, las autoridades deben actuar con prudencia y, en el caso de la política monetaria, se debe mantener su orientación de medio plazo.

Quisiera concluir señalando que, en mi opinión, el diálogo multilateral en foros multilaterales abiertos y basados en normas debería ser la manera de enfocar este fascinante entorno que acabo de describir. Aparte de los costes económicos, las vulnerabilidades y las disyuntivas de política, la principal pérdida derivada de un retroceso de la «globalización» debido a consideraciones geopolíticas serían los beneficios mutuos que todas las sociedades obtienen actualmente de las interconexiones en todas las dimensiones de la vida. Estamos unidos por retos comunes y que no pueden aislarse unos de otros, como el cambio climático, y en las últimas décadas hemos sido testigos de los enormes beneficios y avances que ha generado la integración global de bienes, servicios y personas. No se debería renunciar a esta integración, al menos como aspiración.

---

<sup>27</sup> Airaudo, F., E. Pappa y H. Seoane (2022). «Greenflation: The cost of the green transition in small open economies». Mimeo.

<sup>28</sup> Bloom, N., S. Bond y J. van Reenen (2007). «[Uncertainty and Investment Dynamics](#)». *The Review of Economic Studies*, vol. 74, número 2, pp. 391-415.