

# Evolución económica, financiera y monetaria

## Rasgos básicos

En su reunión del 12 de diciembre de 2024, el Consejo de Gobierno decidió bajar los tres tipos de interés oficiales del BCE 25 puntos básicos. En particular, la decisión de bajar el tipo de interés aplicable a la facilidad de depósito —tipo de interés mediante el que el Consejo de Gobierno guía la orientación de la política monetaria— se basó en su evaluación actualizada de las perspectivas de inflación, la dinámica de la inflación subyacente y la intensidad de la transmisión de la política monetaria.

El proceso de desinflación sigue avanzando. De acuerdo con las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de diciembre 2024, la inflación general se situará, en promedio, en el 2,4 % en 2024, el 2,1 % en 2025, el 1,9 % en 2026 y el 2,1 % en 2027, cuando el régimen ampliado de comercio de derechos de emisión de la UE comience a aplicarse. La previsión es que la inflación, excluidos la energía y los alimentos, se sitúe, en promedio, en el 2,9 % en 2024, el 2,3 % en 2025 y el 1,9 % tanto en 2026 como en 2027.

La mayoría de los indicadores de la inflación subyacente sugieren que la inflación se estabilizará en torno al objetivo del Consejo de Gobierno del 2 % a medio plazo de forma sostenida. La inflación interna ha descendido, pero sigue siendo elevada, principalmente porque los salarios y los precios en algunos sectores están aún ajustándose a la fuerte subida anterior de la inflación con un retraso considerable.

Las condiciones de financiación están relajándose, dado que las recientes bajadas de los tipos de interés acordadas por el Consejo de Gobierno están reduciendo gradualmente el coste del crédito nuevo para las empresas y los hogares. No obstante, siguen siendo estrictas, debido a que la política monetaria es aún restrictiva y a que las anteriores subidas de los tipos de interés siguen transmitiéndose al saldo vivo del crédito concedido.

En las proyecciones de diciembre de 2024, los expertos esperan ahora una recuperación económica más lenta que en las proyecciones macroeconómicas del BCE para la zona del euro de septiembre del mismo año. Aunque el crecimiento repuntó en el tercer trimestre, los indicadores de opinión apuntan a que se ralentizó en el cuarto trimestre. En conjunto, se prevé un crecimiento de la economía del 0,7 % en 2024, del 1,1 % en 2025, del 1,4 % en 2026 y del 1,3 % en 2027. La recuperación estimada se basa principalmente en el incremento de las rentas reales, que debería permitir a los hogares consumir más, y a las empresas aumentar la inversión. Con el tiempo, la desaparición gradual de los efectos de la política monetaria restrictiva debería respaldar una recuperación de la demanda interna.

El Consejo de Gobierno tiene la determinación de asegurar que la inflación se establece de forma sostenida en su objetivo del 2 % a medio plazo. Aplicará un enfoque dependiente de los datos, en el que las decisiones se adoptan en cada reunión, para determinar la orientación apropiada de la política monetaria. En particular, las decisiones del Consejo de Gobierno sobre los tipos de interés se basarán en su valoración de las perspectivas de inflación teniendo en cuenta los nuevos datos económicos y financieros, la dinámica de la inflación subyacente y la intensidad de la transmisión de la política monetaria, sin comprometerse de antemano con ninguna senda concreta de tipos.

## Actividad económica

La economía creció un 0,4 % en el tercer trimestre de 2024, por encima de lo esperado. El crecimiento estuvo determinado principalmente por un aumento del consumo, debido, en parte, a factores puntuales que impulsaron el turismo durante el verano, y por la acumulación de existencias de las empresas. No obstante, los datos más recientes sugieren que se está ralentizando. Las encuestas indican que las manufacturas siguen contrayéndose y que el crecimiento de los servicios está descendiendo. Las empresas están frenando su gasto en inversión en un entorno de debilidad de la demanda y perspectivas muy inciertas. Las exportaciones también son débiles y algunos sectores europeos afrontan dificultades para seguir siendo competitivos.

El mercado de trabajo mantiene su vigor. El crecimiento del empleo en el tercer trimestre de 2024 fue del 0,2 %, de nuevo por encima de lo esperado. La tasa de desempleo se mantuvo en octubre en su mínimo histórico del 6,3 %. Al mismo tiempo, la demanda de mano de obra sigue debilitándose. La tasa de vacantes descendió hasta el 2,5 % en el tercer trimestre, 0,8 puntos porcentuales por debajo de su máximo, y las encuestas apuntan también a una menor creación de puestos de trabajo en el cuarto trimestre.

Se prevé que la economía de la zona del euro continúe recuperándose gradualmente en los próximos años, en un contexto de considerable incertidumbre sobre la situación geopolítica y las políticas económicas. En particular, se espera que el aumento de los salarios reales y del empleo, en un entorno de solidez de los mercados de trabajo, respalde una recuperación en la que el consumo sigue siendo uno de los principales factores determinantes. La demanda interna también debería verse impulsada por una relajación de las condiciones de financiación, en línea con las expectativas de los mercados sobre la senda futura de los tipos de interés. Aunque sujetas a una elevada incertidumbre, se asume que las políticas fiscales siguen en general una senda de consolidación. No obstante, los fondos del programa *Next Generation EU* deberían respaldar el crecimiento hasta la conclusión del programa en 2027. Sobre la base del supuesto incluido en el escenario de referencia de que las políticas comerciales de los principales socios comerciales de Europa se mantendrán sin variación, se espera que la demanda externa refuerce y respalte las exportaciones de la zona del euro. En consecuencia, se prevé que la contribución de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB sea prácticamente

neutra, a pesar de los actuales retos de competitividad. De acuerdo con las proyecciones, la tasa de desempleo seguirá disminuyendo hasta situarse en niveles históricamente bajos. Se espera que la productividad repunte durante el horizonte de proyección, dado que algunos de los factores cíclicos que la han reducido recientemente comienzan a desaparecer, aunque persisten algunos retos estructurales. En conjunto, según las proyecciones de diciembre de 2024, la previsión es que el crecimiento medio anual del PIB real se sitúe en el 0,7 % en 2024, el 1,1 % en 2025 y el 1,4 % en 2026, y que se modere hasta el 1,3 % en 2027. En comparación con las proyecciones de septiembre de 2024, las perspectivas de crecimiento del PIB se han revisado a la baja, debido principalmente a las revisiones de los datos de inversión en el primer semestre de 2024, a las expectativas de un crecimiento más débil de las exportaciones en 2025 y a una pequeña revisión a la baja de la expansión prevista de la demanda interna en 2026.

Las políticas fiscales y estructurales deberían aumentar la productividad, la competitividad y la capacidad de resistencia de la economía. Es de crucial importancia adoptar sin demora políticas estructurales concretas y ambiciosas, basadas en las propuestas de Mario Draghi para mejorar la competitividad europea y las propuestas de Enrico Letta para fortalecer el mercado único. El Consejo de Gobierno acoge con satisfacción la valoración de la Comisión Europea de los planes fiscales y estructurales a medio plazo de los Gobiernos, como parte del marco de gobernanza económica revisado de la UE. Los Gobiernos deberían centrarse ahora en cumplir plenamente y sin retrasos sus compromisos asumidos en este marco. Esto contribuirá a reducir los déficits presupuestarios y las ratios de deuda de forma sostenida, priorizando al mismo tiempo las reformas y las inversiones dirigidas a favorecer el crecimiento.

## Inflación

Según la estimación de avance de Eurostat, la inflación interanual aumentó hasta el 2,3 % en noviembre, desde el 2 % registrado en octubre. Este incremento esperado reflejó principalmente un efecto de base alcista relacionado con la energía. La inflación de los precios de los alimentos descendió hasta el 2,8 % y la de los servicios hasta el 3,9 %, mientras que la de los bienes subió hasta el 0,7 %.

La inflación interna, que sigue de cerca la senda de la inflación de los servicios, volvió a disminuir levemente en octubre y se situó en el 4,2 %, un nivel aún elevado. Esto refleja fuertes presiones salariales y el hecho de que los precios de algunos servicios se están ajustando con cierto retraso a la anterior subida de la inflación. Con todo, en términos generales, la evolución de la inflación subyacente es acorde con el retorno sostenido de la inflación al objetivo.

La mayoría de los indicadores de las expectativas de inflación a largo plazo se sitúan en torno al 2 %, y los indicadores de mercado de la compensación por inflación a medio y a largo plazo han disminuido significativamente desde la reunión del Consejo de Gobierno del 17 de octubre de 2024.

El aumento de la remuneración por asalariado se moderó hasta el 4,4 % en el tercer trimestre de 2024, desde el 4,7 % observado en el segundo, lo que, en un entorno de estabilidad de la productividad, contribuyó a ralentizar el crecimiento de los costes laborales unitarios.

La relajación de las presiones sobre los costes laborales y el continuo impacto del anterior endurecimiento de la política monetaria por parte del Consejo de Gobierno en los precios de consumo deberían favorecer que la inflación se estabilice de forma sostenida en torno al objetivo del 2 % a medio plazo, dado que los acusados descensos anteriores de los precios de la energía continúan excluyéndose gradualmente de las tasas anuales.

En las proyecciones de diciembre de 2024, la inflación general medida por el IAPC aumentaría a finales de 2024 y a partir del segundo trimestre de 2025 descendería hasta situarse en torno al objetivo del BCE del 2 %. Se espera que los efectos de base en el componente energético sean el principal determinante del aumento temporal de la inflación al inicio del horizonte de proyección. Sobre la base de los supuestos de bajada de los precios del petróleo y del gas, es probable que la tasa de variación de los precios de la energía siga siendo negativa hasta el segundo semestre de 2025 y que posteriormente se mantenga contenida, exceptuando un repunte en 2027 debido a la introducción de nuevas medidas de mitigación del cambio climático. La inflación de los alimentos aumentaría hasta mediados de 2025, impulsada principalmente por la reactivación de la dinámica de los precios de los alimentos no elaborados, y posteriormente descendería hasta una media del 2,2 % en 2027. Se espera que la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos (IAPCX), disminuya a principios de 2025 a medida que los efectos indirectos de anteriores perturbaciones de los precios de la energía se disipen, las presiones sobre los costes laborales se relajen y los efectos retardados del anterior endurecimiento de la política monetaria continúen transmitiéndose a los precios de consumo. Este descenso estaría determinado por la reducción de la inflación de los servicios, que hasta ahora ha sido relativamente persistente. En conjunto, se estima que la inflación medida por el IAPCX se moderará desde el 2,9 % en 2024 hasta el 1,9 % en 2027. El crecimiento de los salarios seguirá siendo elevado inicialmente, pero disminuirá gradualmente a medida que desaparezcan las presiones relacionadas con la compensación por inflación. De acuerdo con las proyecciones, la moderación del crecimiento de la remuneración por asalariado, unida a la recuperación del crecimiento de la productividad, se traducirá en un descenso considerable del ritmo de crecimiento de los costes laborales unitarios. En consecuencia, las presiones internas sobre los precios deberían disminuir, dado que los márgenes amortiguarían inicialmente las presiones sobre los costes laborales, que seguirían siendo intensas, pero posteriormente mostrarían una recuperación a lo largo del horizonte temporal de las proyecciones. Las presiones externas sobre los precios deberían mantenerse, en general, moderadas. En comparación con las proyecciones de septiembre de 2024, las perspectivas de la inflación general medida por el IAPC se han revisado ligeramente a la baja para 2024 y 2025, debido principalmente a datos peores de lo previsto y a los supuestos de bajada de los precios del petróleo y de la electricidad.

## Evaluación de riesgos

Los riesgos para el crecimiento económico siguen apuntando a la baja. El riesgo de aumento de las fricciones en el comercio mundial podría lastrar el crecimiento de la zona del euro, frenando las exportaciones y debilitando la economía mundial. El descenso de la confianza podría impedir que el consumo y la inversión se recuperen con la rapidez esperada. Esto podría verse amplificado por los riesgos geopolíticos, como la guerra injustificada de Rusia contra Ucrania y el trágico conflicto en Oriente Próximo, que podrían causar disrupciones en el suministro de energía y el comercio mundial. El crecimiento también podría ser menor si los efectos retardados del endurecimiento de la política monetaria se prolongan más de lo esperado. Podría ser mayor si la relajación de las condiciones de financiación y la bajada de la inflación permiten una recuperación más rápida del consumo y de la inversión internos.

La inflación podría aumentar si los salarios o los beneficios aumentan más de lo esperado. Los riesgos al alza para la inflación también proceden de la escalada de las tensiones geopolíticas, que podrían impulsar al alza los precios de la energía y los costes de los fletes a corto plazo y causar disrupciones en el comercio mundial. Asimismo, fenómenos meteorológicos extremos y, más en general, la propagación de la crisis climática, podrían hacer aumentar los precios de los alimentos más de lo esperado. En cambio, la inflación podría sorprender a la baja si los reducidos niveles de confianza y la preocupación por los acontecimientos geopolíticos impiden que el consumo y la inversión se recuperen con la rapidez esperada, si la política monetaria frena la demanda más de lo anticipado, o si el entorno económico en el resto del mundo empeora de forma imprevista. El aumento de las fricciones en el comercio mundial incrementaría la incertidumbre en torno a las perspectivas de inflación de la zona del euro.

## Condiciones financieras y monetarias

Los tipos de interés de mercado en la zona del euro han seguido bajando desde la reunión del Consejo de Gobierno de octubre, como reflejo de la percepción de empeoramiento de las perspectivas económicas. Aunque las condiciones de financiación siguen siendo restrictivas, las bajadas de los tipos de interés por parte del Consejo de Gobierno están reduciendo gradualmente el coste del crédito para las empresas y los hogares.

El tipo de interés medio de los nuevos préstamos a empresas se situó en el 4,7 % en octubre, más de medio punto porcentual por debajo de su máximo un año antes. El coste de la emisión de valores de renta fija ha disminuido más de un punto porcentual desde su máximo. El tipo medio de las nuevas hipotecas, que se situó en el 3,6 % en octubre, ha experimentado una disminución de alrededor de medio punto porcentual con respecto a su nivel más elevado en 2023, aunque se espera que el tipo medio del saldo vivo de las hipotecas siga aumentando.

El crédito bancario a las empresas ha crecido de manera gradual desde niveles bajos, y aumentó un 1,2 % en octubre con respecto a un año antes. Los títulos de deuda emitidos por las empresas se incrementaron un 3,1 % en términos interanuales, incremento similar al observado en meses anteriores. Los préstamos hipotecarios continuaron aumentando progresivamente en octubre, con un crecimiento interanual del 0,8 %.

En línea con su estrategia de política monetaria, el Consejo de Gobierno examinó detenidamente los vínculos entre la política monetaria y la estabilidad financiera. Las entidades de la zona del euro siguen manteniendo su capacidad de resistencia y existen pocos indicios de tensión en los mercados financieros. Sin embargo, los riesgos para la estabilidad financiera son aún elevados. La política macroprudencial sigue siendo la primera línea de defensa frente a la acumulación de vulnerabilidades financieras, mejorando la capacidad de resistencia y preservando el espacio macroprudencial.

## Decisiones de política monetaria

Los tipos de interés aplicables a la facilidad de depósito, a las operaciones principales de financiación y a la facilidad marginal de crédito se recortaron hasta el 3,00 %, el 3,15 % y el 3,40 %, respectivamente, con efectos a partir del 18 de diciembre de 2024.

El tamaño de la cartera del programa de compras de activos está disminuyendo a un ritmo mesurado y predecible, dado que el Eurosistema ha dejado de reinvertir el principal de los valores que van venciendo.

En la segunda mitad de 2024, el Eurosistema dejó de reinvertir íntegramente el principal de los valores adquiridos en el marco del programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP) que fueron venciendo para reducir la cartera de este programa en 7,5 mm de euros mensuales en promedio. El Consejo de Gobierno puso fin a las reinversiones en el marco del PEPP al final de 2024.

Las entidades de crédito reembolsaron los importes restantes obtenidos en el marco de las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico en diciembre de 2024, lo que concluyó esta parte del proceso de normalización del balance.

## Conclusión

En su reunión del 12 de diciembre de 2024, el Consejo de Gobierno decidió bajar los tres tipos de interés oficiales del BCE 25 puntos básicos. En particular, la decisión de bajar el tipo de interés aplicable a la facilidad de depósito —tipo de interés mediante el que el Consejo de Gobierno guía la orientación de la política monetaria— se basó en su evaluación actualizada de las perspectivas de inflación, la dinámica de la inflación subyacente y la intensidad de la transmisión de la política monetaria. El Consejo de Gobierno tiene la determinación de asegurar que la

inflación se estabilice de forma sostenida en su objetivo del 2 % a medio plazo. Aplicará un enfoque dependiente de los datos, en el que las decisiones se adoptan en cada reunión, para determinar la orientación apropiada de la política monetaria. En particular, las decisiones del Consejo de Gobierno sobre los tipos de interés se basarán en su valoración de las perspectivas de inflación teniendo en cuenta los nuevos datos económicos y financieros, la dinámica de la inflación subyacente y la intensidad de la transmisión de la política monetaria, sin comprometerse de antemano con ninguna senda concreta de tipos.

En cualquier caso, el Consejo de Gobierno está preparado para ajustar todos sus instrumentos en el marco de su mandato para asegurar que la inflación se estabilice de forma sostenida en su objetivo del 2 % a medio plazo y preservar el buen funcionamiento de la transmisión de la política monetaria.

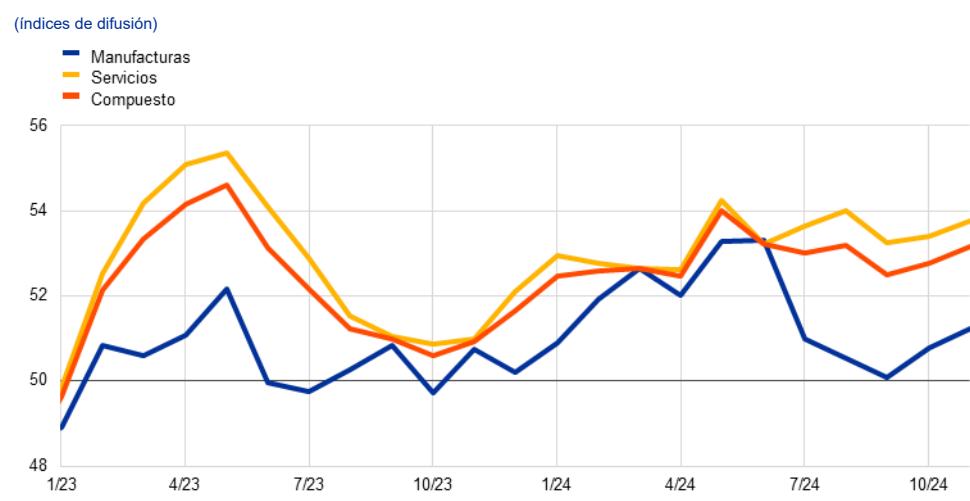
# 1

## Entorno exterior

*Durante el período de referencia (comprendido entre el 17 de octubre y el 11 de diciembre de 2024), el crecimiento económico mundial siguió siendo sólido, pese a los crecientes factores adversos. Los datos procedentes de encuestas señalaron mejoras generalizadas en todos los sectores, y prosiguió el dinamismo en los servicios. El comercio internacional mantuvo su vigor, lo que reflejó, en cierta medida, el adelanto de las importaciones de bienes en un contexto de incertidumbre sobre la política comercial de Estados Unidos en el futuro. La inflación continuó moderándose, pero persistieron las presiones al alza sobre los precios de los servicios. Las perspectivas de crecimiento e inflación a escala mundial reflejadas en las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Euroistema para la zona del euro de diciembre de 2024 prácticamente no han variado con respecto a las de las proyecciones macroeconómicas del BCE de septiembre del mismo año. No obstante, el resultado de las elecciones presidenciales estadounidenses ha añadido una incertidumbre significativa a las políticas comerciales internacionales. Las métricas del comercio mundial se han revisado al alza considerablemente para reflejar unos resultados más favorables en el segundo y el tercer trimestre. Tras la recuperación registrada durante 2024, el comercio internacional crecería más en línea con la actividad, aunque existen elevados riesgos a la baja relacionados con el aumento del proteccionismo y la fragmentación comerciales. En las principales economías avanzadas y emergentes se espera que la inflación disminuya de forma paulatina a lo largo del horizonte de proyección.*

**La actividad económica global ha mantenido su dinamismo, a pesar de que los crecientes factores adversos ponen de relieve la fragilidad de las perspectivas.** El índice de directores de compras (PMI) compuesto de actividad global (excluida la zona del euro) permaneció firmemente en terreno expansivo en noviembre de 2024 y se situó en 53,2, frente a un valor de 52,8 en octubre (gráfico 1). Mientras que la actividad de los servicios continuó fortaleciéndose, la manufacturera también mejoró y volvió a crecer por encima del umbral de expansión hasta situarse en 51,2 en noviembre. El aumento observado en el PMI compuesto de actividad estuvo impulsado en particular por Estados Unidos y China. En el caso de este último país, el avance reflejó la fuerte expansión que experimentaron las manufacturas, mientras que, en Estados Unidos, la actividad de los servicios mejoró notablemente. Datos recientes sugieren que el crecimiento mundial mantuvo su vigor en el cuarto trimestre de 2024. Esta conclusión está respaldada por unos datos económicos más favorables en Estados Unidos y en China, así como por el apoyo fiscal anunciado recientemente en China y, en menor medida, en el Reino Unido. Las tensiones geopolíticas, la persistente debilidad del sector inmobiliario chino y las incertidumbres en torno a las políticas de la nueva Administración estadounidense también sugieren que las perspectivas de crecimiento mundial siguen siendo frágiles.

**Gráfico 1**  
PMI de actividad global



Fuentes: S&P Global Market Intelligence y cálculos del BCE.

Notas: «PMI» es el índice de directores de compras. Las últimas observaciones corresponden a noviembre de 2024.

**Según las proyecciones, las perspectivas de actividad global seguirán siendo sólidas, pero se moderarán ligeramente a lo largo del horizonte de proyección.**

El PIB real mundial se incrementaría un 3,4 % en 2024 y un 3,5 % en 2025, y descendería un 3,3 % en 2026 y un 3,2 % en 2027. El leve descenso del crecimiento global en los años finales del horizonte de proyección se debe principalmente a las expectativas de crecimiento más lento en China —como consecuencia de la evolución demográfica desfavorable— y de cierta desaceleración en Estados Unidos. En el Reino Unido, se supone que la relajación fiscal impulsará el crecimiento del PIB real solo de manera transitoria, dado que es probable que las futuras subidas del impuesto sobre sociedades lastren la actividad del sector privado. El resultado de las elecciones estadounidenses ha generado una incertidumbre significativa porque en estos momentos es difícil evaluar las políticas que adoptará la nueva Administración. Las proyecciones del Eurosistema de diciembre incorporan una legislación más estricta en materia de inmigración y políticas fiscales más laxas (sobre todo la ampliación de las rebajas del impuesto sobre la renta de las personas físicas y del impuesto sobre sociedades introducidas en 2017 y que está previsto que expiren en 2025).

**Tras un crecimiento más sólido de lo esperado en el tercer trimestre, es probable que el ritmo de avance del comercio global se ralentice a corto plazo.** Las importaciones mundiales sorprendieron al alza en el tercer trimestre, impulsadas por el fuerte aumento del comercio en Estados Unidos. La evidencia anecdótica sugiere que las empresas estadounidenses adelantaron las importaciones dadas las incertidumbres sobre las políticas comerciales futuras y en previsión de que hubiera huelgas en los puertos de la costa este del país norteamericano en octubre. Si bien el comercio internacional es inherentemente volátil, los nuevos datos disponibles apuntan a una moderación de las importaciones mundiales en el cuarto trimestre, que refleja un ciclo de producción industrial todavía débil y una normalización de las importaciones de bienes tras el crecimiento vigoroso de los trimestres anteriores. A ello se suma una composición menos

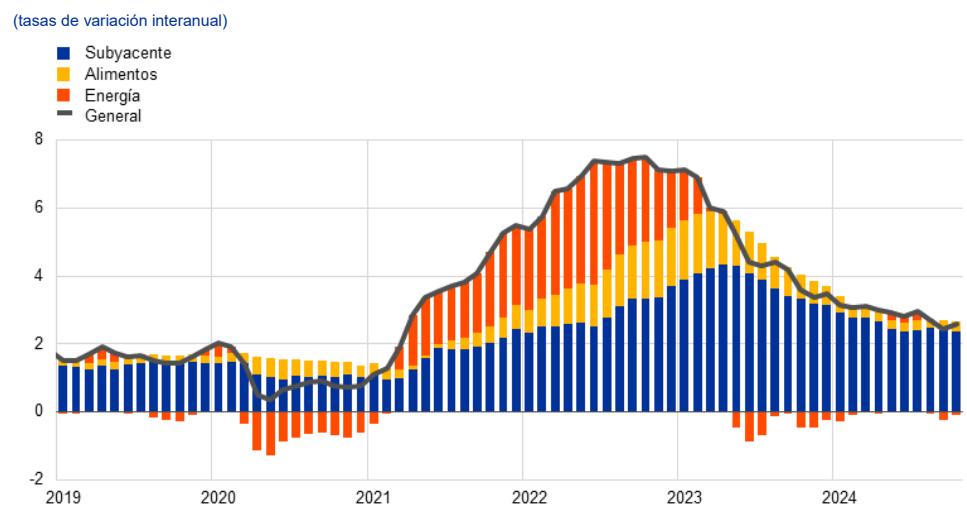
favorable de la demanda mundial, que actualmente se ve influida por el sector servicios menos intensivo en comercio y el consumo del sector público. En consonancia con la desaceleración del ritmo de crecimiento del comercio, el PMI global de nuevos pedidos exteriores (excluida la zona del euro) del sector manufacturero permaneció en terreno contractivo, en un nivel de 49,4, en noviembre. Habida cuenta de lo anterior, los costes de transporte marítimo también están empezando a normalizarse tras los incrementos acusados que se observaron en el segundo trimestre de 2024 y que reflejaron la mayor demanda de servicios de este tipo de transporte, acorde con el adelanto de las importaciones.

**Se prevé que el comercio mundial se recupere este año y que crezca más en línea con la actividad económica global durante el resto del horizonte de proyección, aunque existen fuertes riesgos a la baja derivados de un aumento del proteccionismo y la fragmentación comerciales.** El crecimiento del comercio internacional para 2024 se ha revisado al alza 0,9 puntos porcentuales con respecto a las proyecciones de septiembre del mismo año, principalmente como resultado de unos datos más favorables en el segundo y el tercer trimestre. Se prevé que el comercio global crezca un 3,6 % en 2025 y que se modere hasta situarse en el 3,3 % en 2026 y el 3,2 % en 2027. No obstante, las perspectivas siguen siendo muy inciertas. Si se producen nuevos adelantos motivados por las expectativas de restricciones comerciales, el comercio podría intensificarse a corto plazo. A medio plazo, los flujos comerciales podrían continuar disminuyendo como consecuencia de las actuales tensiones geopolíticas y de un incremento significativo del proteccionismo y la fragmentación comerciales.

**En los países miembros de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) la inflación sigue moderándose, pero persisten las presiones inflacionistas subyacentes.** En octubre, la tasa de inflación general interanual medida por el índice de precios de consumo (IPC) en los países pertenecientes a la OCDE (excluida Turquía) aumentó marginalmente hasta el 2,6 %, desde el 2,5 % del mes anterior (gráfico 2). Este ligero incremento fue resultado de una tasa de variación de los precios de la energía menos negativa —el -0,8 % en octubre, frente al -2,5 % de septiembre—, al tiempo que la inflación subyacente y la de los alimentos se mantuvieron estables. La inflación subyacente —que representaba el 90 % de la inflación general en octubre, frente a una contribución mediana del 64 % antes de la pandemia de COVID-19— viene determinada sobre todo por la elevada tasa de crecimiento de los precios de los servicios en las economías avanzadas. A su vez, como la inflación de los servicios está estrechamente relacionada con el crecimiento de los salarios, que se espera que disminuya en 2025 conforme los mercados de trabajo se vayan enfriando, se prevé que la inflación general en las economías de la OCDE continúe normalizándose.

## Gráfico 2

### Inflación medida por el IPC en la OCDE



Fuentes: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) y cálculos del BCE.

Notas: El agregado de la OCDE excluye a Turquía y se calcula utilizando ponderaciones anuales de la OCDE del índice de precios de consumo (IPC). Las últimas observaciones corresponden a octubre de 2024.

**Desde la reunión del Consejo de Gobierno celebrada en octubre, los precios del Brent han caído un 2,9 %, mientras que los precios europeos del gas han aumentado un 17,7 %<sup>1</sup>.** Los precios del petróleo experimentaron una volatilidad significativa durante el período analizado, sobre todo como consecuencia de las tensiones geopolíticas en Oriente Próximo. Por lo que respecta a la demanda, el fuerte consumo de combustible en Estados Unidos contribuyó a presionar al alza los precios, dado que las reservas de gasolina del país habían descendido hasta su nivel más bajo desde noviembre de 2022. Sin embargo, las presiones alcistas se vieron contrarrestadas por el impacto negativo de la mayor debilidad de la demanda de petróleo en China, que en septiembre se contrajo por sexto mes consecutivo. Los precios europeos del gas han subido un 17,7 % desde la reunión del Consejo de Gobierno de octubre, impulsados por factores tanto de oferta como de demanda. Por el lado de la oferta, el incremento puede atribuirse, en gran parte, a la fecha inminente de expiración del acuerdo de tránsito de gas entre Ucrania y Rusia al final de 2024. Asimismo, tras el laudo arbitral contra Gazprom a favor de la empresa austriaca OMV, Gazprom amenazó con cortar el suministro de gas. Por el lado de la demanda, la escasa producción eólica en noviembre en Europa ha dado lugar a un aumento de la dependencia de energía generada en centrales de gas. Esto, unido a las bajas temperaturas, ha reducido de forma considerable los niveles de almacenamiento de gas en Europa, lo que ha contribuido adicionalmente a la subida de los precios de esta materia prima. Entretanto, los precios de los metales han descendido (-4,5 %), y el paquete de estímulo de China no ha cumplido las expectativas. Los precios de los alimentos se han incrementado un 15,9 %, como consecuencia de factores relacionados con la oferta.

<sup>1</sup> La fecha límite de recepción de los datos incluidos en este Boletín Económico fue el 11 de diciembre de 2024.

**En Estados Unidos, la actividad económica mantiene su vigor.** En el tercer trimestre de 2024, el PIB real continuó creciendo a un ritmo sostenido del 0,7 %, en términos intertrimestrales, respaldado por la fortaleza de la demanda privada interna y del consumo público. En cambio, la contribución de la inversión privada se desaceleró, mientras que las existencias del sector privado y la demanda exterior neta también contribuyeron negativamente al crecimiento. El mercado de trabajo estadounidense continuó enfriándose y la tasa de paro registró un incremento de 0,1 puntos porcentuales, hasta el 4,2 % en noviembre, frente al 3,7 % observado a comienzos de 2024. El crecimiento salarial repuntó hasta situarse en el 4 % en tasa interanual en octubre —tras haber disminuido durante el año— y permaneció por encima del rango del 3 %-3,5 % que la Reserva Federal considera compatible con su objetivo de inflación. La inflación general medida por el IPC también aumentó levemente, hasta el 2,6 % en octubre, desde el 2,4 % de septiembre, mientras que la inflación subyacente se mantuvo en el 3,3 %. El Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal (FOMC, por sus siglas en inglés) decidió recortar el tipo de interés de los fondos federales 25 puntos básicos en su reunión de noviembre, una decisión ampliamente esperada<sup>2</sup>.

**En China, el ritmo de crecimiento de la economía se ha acelerado, pero no se espera que el nuevo paquete fiscal proporcione un estímulo importante.** Los indicadores mensuales correspondientes a octubre arrojaron resultados más favorables de lo esperado, con mejoras significativas en el crecimiento de las ventas al por menor y de las exportaciones. La recuperación de las ventas minoristas —que se extendió hasta principios de noviembre— obedeció, en gran medida, a las subvenciones que se están concediendo a la sustitución de bienes de consumo viejos por nuevos, con un incremento notable en las categorías subvencionadas por el Gobierno chino. Al mismo tiempo, aunque el nuevo paquete fiscal anunciado el 8 de noviembre es sustancial, no se espera que impulse el crecimiento de forma significativa. Este paquete va dirigido a abordar el riesgo para la estabilidad financiera asociado a la deuda de las Administraciones locales y fundamentalmente representa una migración de la deuda hacia bonos con costes del servicio más bajos. Dado que el paquete no modifica el nivel de endeudamiento total, no produce un impulso fiscal directo. El posible gasto adicional relacionado con los menores costes de financiación será probablemente reducido y solo respaldará el crecimiento de forma muy limitada. La tasa de variación interanual de los precios de consumo de China siguió ralentizándose en noviembre, hasta situarse en el 0,2 %, desde el 0,3 % de septiembre. La inflación de los precios de producción permaneció en terreno negativo en el -2,5 % en noviembre, lo que acrecentó la preocupación por la deflación.

**La actividad en el Reino Unido ha seguido ralentizándose, mientras que la inflación general ha aumentado como consecuencia de la subida de los precios de la energía.** En el tercer trimestre de 2024, el PIB del Reino Unido creció solo de forma moderada, un 0,1 % (en tasa intertrimestral). Los nuevos presupuestos públicos de otoño conllevan un incremento del gasto público del 2 %

<sup>2</sup> En su reunión del 18 de diciembre —que se celebró después del período de referencia comprendido entre el 17 de octubre y el 11 de diciembre—, el FOMC redujo el objetivo para el tipo de interés de los fondos federales otros 25 puntos básicos.

del PIB y esto, junto con la actual relajación monetaria, sustentaría de forma gradual la dinámica del crecimiento en 2025. La inflación general registró un avance sustancial y se situó en el 2,3 % en octubre, desde el 1,7 % de septiembre. En su reunión de noviembre, el Banco de Inglaterra redujo el tipo de interés oficial 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 4,75 %<sup>3</sup>.

---

<sup>3</sup> En su reunión del 18 de diciembre —que se celebró después del período de referencia comprendido entre el 17 de octubre y el 11 de diciembre—, el Banco de Inglaterra decidió mantener sin variación el tipo de interés oficial.

## 2

## Actividad económica

*La actividad económica creció un 0,4 % en el tercer trimestre de 2024, frente al 0,2 % del trimestre anterior, en un contexto de recuperación del consumo y de acumulación de existencias, aunque también de contracción de la demanda exterior neta. El empleo aumentó un 0,2% en el tercer trimestre, lo que implica cierta recuperación de la productividad. Por sectores, la actividad industrial, excluidos los productos de propiedad intelectual en Irlanda, siguió disminuyendo en el citado trimestre, como consecuencia de la debilidad de la demanda, las pérdidas de competitividad y la intensificación de la incertidumbre. En cambio, los servicios permanecieron en terreno expansivo, impulsados principalmente por los servicios de no mercado y los empresariales. Los indicadores de opinión apuntan a una moderación de la actividad económica en torno al cambio de año. En el cuarto trimestre, los índices de directores de compras (PMI) tanto de las manufacturas como de los servicios se situaron por debajo de sus niveles respectivos del tercer trimestre, al tiempo que los pedidos y las expectativas empresariales cayeron, lo que sugiere un debilitamiento adicional a principios de 2025. En cuanto a la demanda interna, es probable que el consumo privado se haya ralentizado en el cuarto trimestre, tras repuntar con fuerza en el tercero, dado que los niveles de confianza siguen siendo reducidos. Asimismo, los indicadores de vivienda, inversión empresarial y exportaciones sugieren que la debilidad persistirá a corto plazo. De cara al futuro, la recuperación prevista de las rentas reales, con el apoyo del aumento de los salarios y de la fortaleza del mercado de trabajo, debería permitir a los hogares consumir más. Además, se espera que la demanda externa se fortalezca y respalde las exportaciones de la zona del euro.*

*Estas perspectivas se reflejan en líneas generales en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de diciembre de 2024, que prevén que el crecimiento anual del PIB real se sitúe en el 0,7 % en 2024, el 1,1 % en 2025 y el 1,4 % en 2026, y que después se modere hasta el 1,3 % en 2027<sup>4</sup>.*

**Según la última estimación de Eurostat, el PIB real creció un 0,4 %, en tasa intertrimestral, en el tercer trimestre de 2024, tras registrar un avance del 0,2 % en el trimestre anterior (gráfico 3).** La demanda interna y la variación de existencias contribuyeron positivamente al crecimiento en el tercer trimestre, mientras que la demanda exterior neta se contrajo. Aunque el crecimiento de la inversión total en el citado trimestre fue positivo, se estima que habría sido negativo si se excluyera el aumento de la inversión sin construcción en Irlanda, de una magnitud sin precedentes.

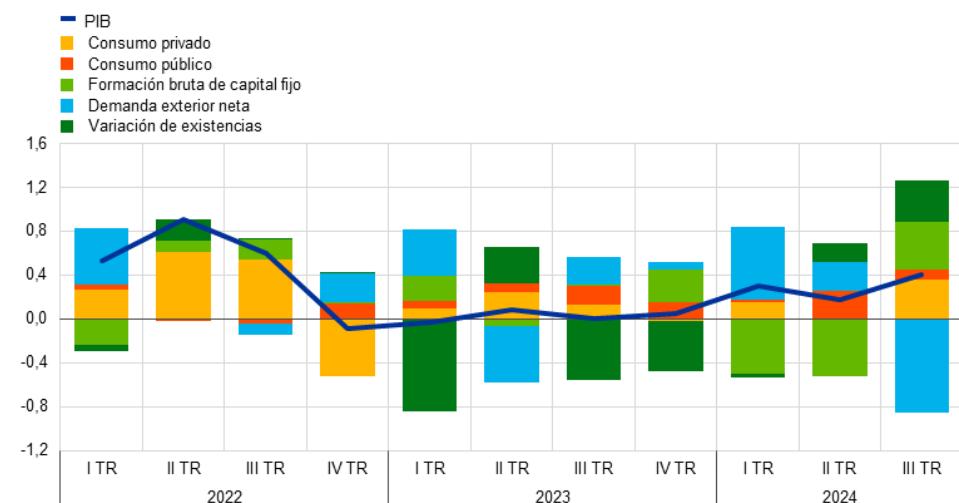
---

<sup>4</sup> Véanse las «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro, diciembre de 2024», publicadas en el sitio web del BCE el 12 de diciembre de 2024.

### Gráfico 3

#### PIB real de la zona del euro y sus componentes

(tasas de variación intertrimestral; contribuciones en puntos porcentuales)

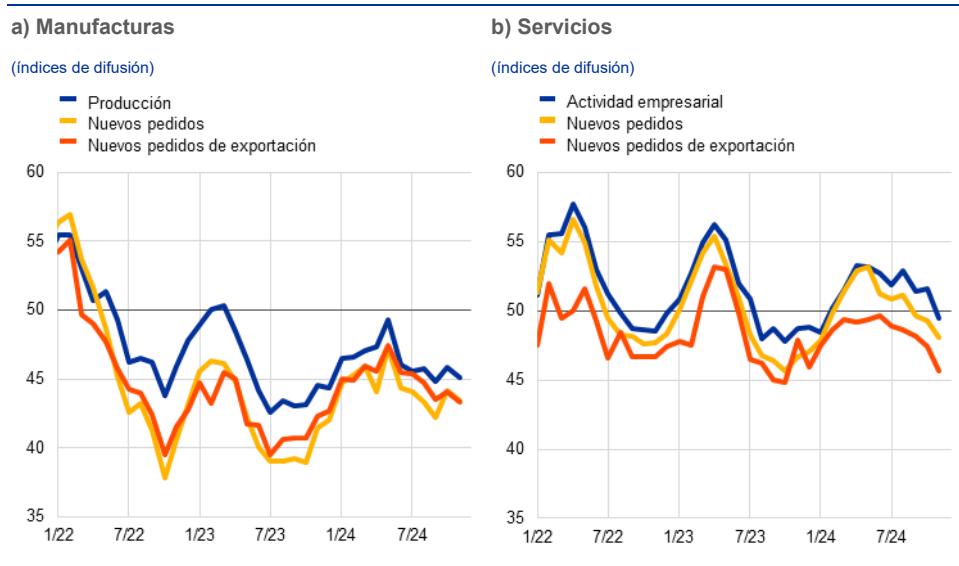


Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

**Los datos procedentes de encuestas apuntan a una mayor debilidad en el cuarto trimestre de 2024.** El PMI de actividad descendió hasta situarse en un valor medio de 49,2 en octubre y noviembre (desde un nivel de 50,3 en el tercer trimestre), debido a la caída tanto de los servicios como de las manufacturas. En el sector manufacturero, el PMI continuó disminuyendo en el cuarto trimestre, por lo que lleva ya 20 meses consecutivos en terreno contractivo (gráfico 4). El PMI de nuevos pedidos también permanece por debajo de 50, lo que apunta a la debilidad de las perspectivas a corto plazo de la industria. En el sector servicios, el PMI cayó por debajo de 50 en noviembre —por primera vez desde enero de 2024—, aunque el valor medio de 50,5 de octubre y noviembre todavía refleja un crecimiento modesto. Los indicadores de confianza empresarial de la Comisión Europea muestran un panorama similar. Tras descender en octubre, el indicador de sentimiento económico se mantuvo estable en general en noviembre, lo que sugiere que los factores adversos están lastrando la recuperación. Los resultados de la encuesta de la Comisión sobre los factores que limitan la producción correspondiente al cuarto trimestre muestran que las manufacturas se siguen viendo afectadas por una demanda insuficiente y por la escasez de mano de obra, en comparación con las medias históricas, mientras que la demanda no se considera un factor limitativo en los servicios.

**Gráfico 4**  
PMI de distintos sectores de la economía



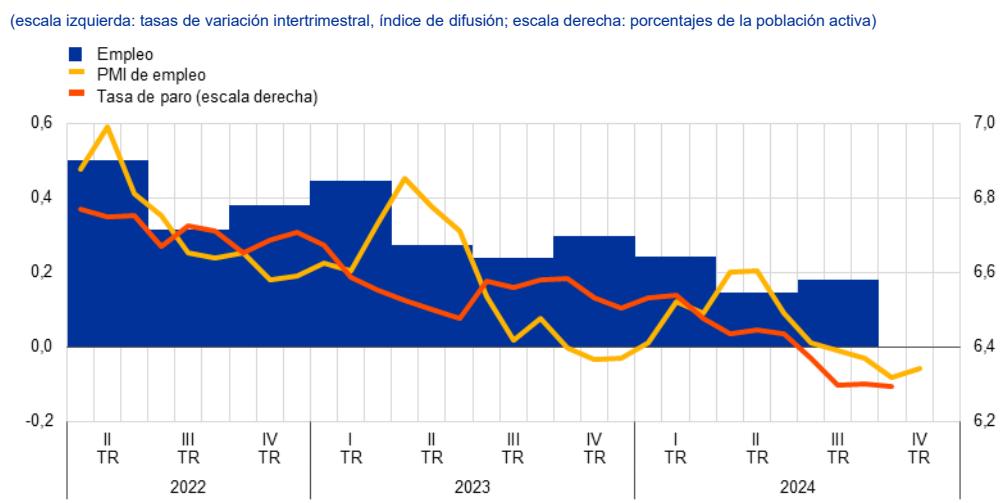
Fuente: S&P Global Market Intelligence.  
Nota: Las últimas observaciones corresponden a noviembre de 2024.

**El empleo aumentó un 0,2 % en el tercer trimestre de 2024.** Esta tasa fue prácticamente la misma que la observada en la primera mitad del año (gráfico 5). La expansión del empleo estuvo más en línea con el avance del PIB en el tercer trimestre, lo que permitió que la productividad se recuperara ligeramente, con un alza del 0,2 %.<sup>5</sup> Las horas totales trabajadas no variaron en el tercer trimestre, lo que se tradujo en un descenso del 0,1 % de las horas medias trabajadas. La tasa de paro se situó en el 6,3 % en octubre, sin cambios con respecto a septiembre, permaneciendo en su nivel más bajo desde la introducción del euro. La demanda de trabajo disminuyó levemente con respecto a los elevados niveles observados tras la pandemia, y la tasa de vacantes cayó hasta situarse en el 2,5 % en el tercer trimestre, 0,1 puntos porcentuales por debajo del trimestre anterior y más próxima al máximo previo a la pandemia.

<sup>5</sup> Para una descripción del mercado de trabajo de la zona del euro en los dos últimos años, véase el artículo titulado «Explaining the resilience of the euro area labour market between 2022 and 2024» en este Boletín Económico.

## Gráfico 5

### Empleo, PMI de empleo y tasa de paro en la zona del euro



Fuentes: Eurostat, S&P Global Market Intelligence y cálculos del BCE.

Notas: Las dos líneas indican la evolución mensual, mientras que las barras representan los datos trimestrales. El PMI está expresado en desviaciones respecto a 50 que después se dividen por 10 para medir el crecimiento intertrimestral del empleo. Las últimas observaciones corresponden al tercer trimestre de 2024 para el empleo, a noviembre de 2024 para el PMI de empleo y a octubre de 2024 para la tasa de paro.

**Los indicadores coyunturales del mercado de trabajo apuntan a la estabilidad del empleo en el cuarto trimestre de 2024.** El PMI mensual compuesto de empleo aumentó ligeramente, desde 49,2 en octubre hasta un valor de 49,4 en noviembre, lo que sugiere que es probable que el empleo apenas haya variado en el cuarto trimestre. El PMI de servicios se elevó desde 50,3 en octubre hasta 51 en noviembre, mientras que los indicadores PMI de manufacturas y de construcción permanecieron en terreno contractivo.

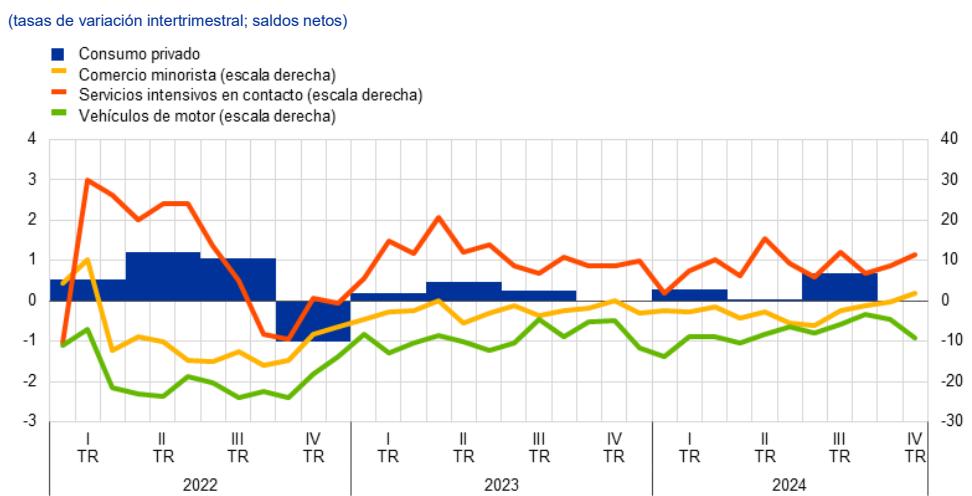
**El consumo privado creció con fuerza en el tercer trimestre, pero se espera que se modere en torno al cambio de año.** Tras registrar un débil crecimiento medio en trimestres anteriores, el consumo privado de la zona del euro aumentó un 0,7 %, en tasa intertrimestral, en el tercer trimestre (gráfico 6). Probablemente, este aumento estuvo impulsado, aunque de forma limitada, por factores transitorios como los Juegos Olímpicos y Paralímpicos de París 2024. En el tercer trimestre, el consumo de bienes repuntó y creció básicamente en línea con el consumo de servicios, como apunta también el avance intertrimestral del 1 % observado en las ventas minoristas, frente a un crecimiento más modesto del 0,2 % en la producción de servicios. Sin embargo, los datos más recientes sugieren que es probable que el gasto de los hogares se haya moderado en el cuarto trimestre, dado que las ventas minoristas disminuyeron en octubre. El indicador de confianza de los consumidores elaborado por la Comisión Europea también retrocedió en noviembre hacia su nivel de septiembre. Con todo, indicadores más prospectivos apuntan a una recuperación en los próximos trimestres, como reflejan las últimas proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema<sup>6</sup>. Los indicadores de la Comisión Europea de las expectativas empresariales sobre la demanda de

<sup>6</sup> Véanse las «Proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema para la zona del euro diciembre de 2024», publicadas el 12 de diciembre de 2024 en el sitio web del BCE.

servicios intensivos en contacto continuaron mejorando en noviembre, mientras que la última encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores también mostró que las relativas al gasto en vacaciones seguían siendo elevadas, pese a registrar cierta moderación recientemente. Las expectativas de los consumidores sobre el gasto en grandes compras en los doce meses siguientes volvieron a mejorar en noviembre y se situaron por encima de los niveles previos a la pandemia, lo que indica un aumento de la demanda de bienes por parte de los consumidores. Se espera que el mayor poder adquisitivo y el continuo crecimiento de las rentas del trabajo, en términos reales, sostengan el consumo en los próximos trimestres. Al mismo tiempo, el nivel de incertidumbre sigue siendo elevado y es posible que los hogares mantengan su preocupación por cuestiones geopolíticas de más largo plazo, lo que podría incidir negativamente en sus decisiones de gasto (véase [recuadro 3](#)).

#### Gráfico 6

Consumo privado y expectativas empresariales sobre el comercio minorista, los servicios intensivos en contacto y los vehículos de motor



Fuentes: Eurostat, Comisión Europea y cálculos del BCE.

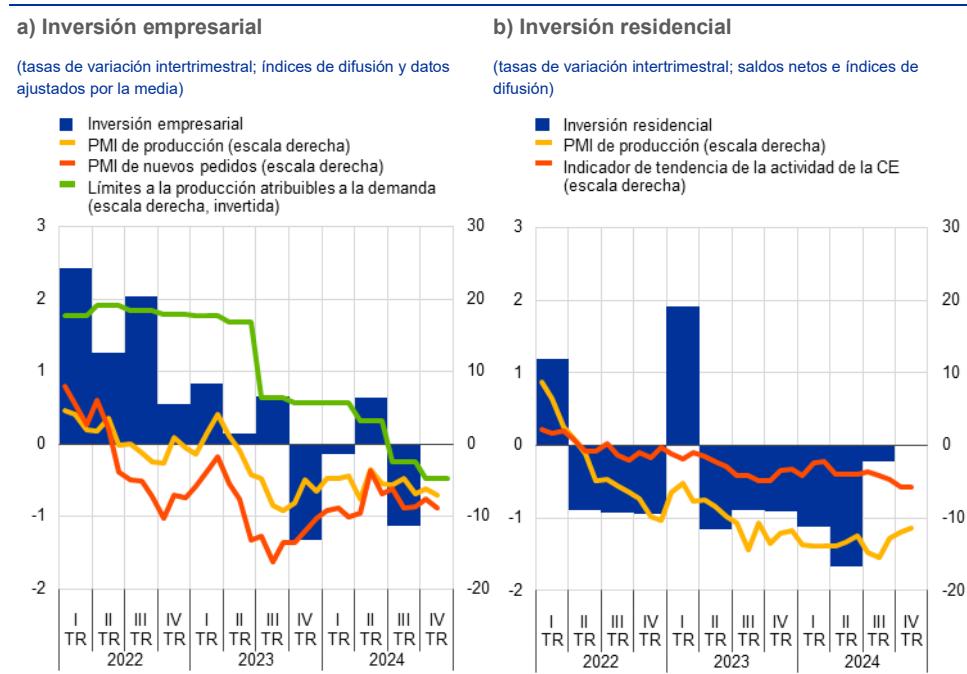
Notas: Las expectativas empresariales sobre el comercio minorista (excluidos los vehículos de motor), la demanda esperada de servicios intensivos en contacto y las ventas previstas de vehículos de motor para los tres meses siguientes se refieren a saldos netos; «servicios intensivos en contacto» alude a servicios de alojamiento, turismo y viajes, y restauración. Las últimas observaciones corresponden al tercer trimestre de 2024 para el consumo privado y a noviembre de 2024 para las expectativas empresariales sobre el comercio minorista, los servicios intensivos en contacto y los vehículos de motor.

**La inversión empresarial se contrajo considerablemente en el tercer trimestre de 2024 y es probable que mantenga su atonía a corto plazo.** Tras mostrar un crecimiento modesto en la primera mitad del año, la inversión sin construcción, excluidos los activos intangibles en Irlanda, disminuyó un 1,1 % en el tercer trimestre, en tasa intertrimestral. El crecimiento de la inversión en el cuarto trimestre habría seguido contrayéndose, como sugieren los indicadores PMI de producción y de pedidos, así como las encuestas de confianza de la Comisión Europea para el sector de bienes de equipo hasta noviembre (panel a del gráfico 7). La última encuesta de la Comisión sobre los factores que limitan la producción en este sector puso de manifiesto una demanda débil y una escasa necesidad de inversión adicional en equipo en el cuarto trimestre. La elevada incertidumbre en torno a la geopolítica, los aranceles comerciales y la política económica supone un freno

adicional a la inversión (véase [recuadro 3](#)). En este entorno, las quiebras han seguido aumentando y en el tercer trimestre de 2024 se situaban alrededor de un 23 % por encima de los niveles registrados en 2019. De cara al futuro, se espera que la inversión se incremente gradualmente conforme disminuya el impacto de las condiciones de financiación restrictivas, mejore la demanda y se ejecuten los planes de inversión verde y digital.

**Gráfico 7**

Dinámica de la inversión real y datos procedentes de encuestas



Fuentes: Eurostat, Comisión Europea (CE), S&P Global Market Intelligence y cálculos del BCE.

Notas: Las líneas indican la evolución mensual, mientras que las barras representan los datos trimestrales (si bien los datos de la encuesta sobre los factores que limitan la producción también son trimestrales). Los PMI están expresados en desviaciones respecto a 50. En el panel a, la inversión empresarial se mide por la inversión sin construcción, excluidos los activos intangibles en Irlanda. Los indicadores coyunturales se refieren al sector de bienes de equipo. Los «límites a la producción atribuibles a la demanda» se expresan como la media invertida del período comprendido entre el primer trimestre de 1991 y el cuarto trimestre de 2019. Las últimas observaciones corresponden al tercer trimestre de 2024 para la inversión empresarial y a noviembre de 2024 para los demás conceptos. En el panel b, la línea correspondiente al indicador de tendencia de la actividad de la Comisión Europea representa la media ponderada de la valoración de los segmentos de construcción de edificios y de construcción especializada de dicha tendencia con respecto a los tres meses precedentes, reescalada para presentar la misma desviación típica que el PMI. La línea correspondiente al PMI de producción se refiere a la actividad del sector de la vivienda. Las últimas observaciones corresponden al tercer trimestre de 2024 para la inversión residencial, y a noviembre de 2024 para el PMI de producción y el indicador de tendencia de la actividad de la Comisión Europea.

**La inversión en vivienda disminuyó ligeramente en el tercer trimestre de 2024 y se espera que continúe reduciéndose a corto plazo.** La inversión residencial en la zona del euro descendió un 0,2 % en dicho trimestre, mientras que la producción de la construcción de edificios y especializada cayó un 0,6 %. Los indicadores de actividad basados en encuestas apuntan a un nuevo debilitamiento en el cuarto trimestre de 2024, dado que tanto el PMI de producción de viviendas como el indicador de la Comisión Europea relativo a la actividad de la construcción de edificios y especializada en los tres últimos meses se mantuvieron en terreno contractivo hasta noviembre (panel b del gráfico 7). Con todo, la inversión residencial debería estabilizarse a lo largo de 2025. Según la encuesta de la Comisión Europea, la intención de compra o construcción de vivienda de los hogares a corto plazo ha vuelto a crecer en el cuarto trimestre de 2024. Del mismo

modo, la encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores muestra que, en general, el porcentaje de hogares que considera que la vivienda es una buena inversión ha aumentado de forma significativa en 2024, aunque registró un ligero descenso en octubre. Esta mejora de la confianza se ve respaldada por la caída de los tipos de interés hipotecarios y se refleja en la recuperación gradual de los préstamos para adquisición de vivienda, como muestra también la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de octubre.

**El avance de las exportaciones de la zona del euro continuó ralentizándose en el tercer trimestre de 2024.** El crecimiento total de las exportaciones de la zona del euro se desaceleró un 1,5 %, en tasa intertrimestral, en dicho trimestre. Esta desaceleración confirma la persistencia de los problemas de competitividad a los que se enfrentan los exportadores de la zona, incluso en un contexto de recuperación de la demanda mundial. De cara al futuro, las encuestas sugieren que el comportamiento de las exportaciones seguirá siendo discreto a corto plazo. Los últimos PMI de pedidos exteriores se mantuvieron muy por debajo del umbral de expansión en noviembre en las manufacturas y apuntan a una creciente debilidad en los servicios. Al mismo tiempo, en el tercer trimestre, el crecimiento de las importaciones registró un aumento moderado, un 0,2 % con respecto al trimestre anterior, sustentado en un avance modesto del consumo interno. En conjunto, la demanda exterior neta contribuyó negativamente al PIB (-0,9 puntos porcentuales) en el tercer trimestre.

**De cara al futuro, se espera que la economía de la zona del euro continúe recuperándose gradualmente a lo largo del horizonte de proyección, aunque en un contexto de considerable incertidumbre.** Tras un aumento estimado del PIB del 0,7 % en 2024, se prevé un fortalecimiento del crecimiento de la actividad en los tres próximos años. En particular, se espera que el aumento de los salarios reales y del empleo —en un contexto de mercados de trabajo robustos, aunque se están ralentizando— respalde una recuperación sostenida del consumo. La demanda interna también debería verse impulsada por la relajación de las condiciones de financiación, en línea con las expectativas de los mercados sobre la senda futura de los tipos de interés.

**Ahora se espera que la recuperación económica sea más lenta de lo previsto en las proyecciones de septiembre de 2024.** Aunque el crecimiento repuntó en el tercer trimestre de 2024, los indicadores de opinión apuntan a que se ralentizó en el cuarto. De acuerdo con las proyecciones de diciembre de 2024, la economía crecerá el 0,7 % en 2024, el 1,1 % en 2025, el 1,4 % en 2026 y el 1,3 % en 2027. La recuperación prevista se basa principalmente en el incremento de las rentas reales, que debería permitir a los hogares consumir más, y en la mayor inversión por parte de las empresas. Con el tiempo, la desaparición gradual de los efectos de la política monetaria restrictiva debería respaldar una recuperación de la demanda interna.

### 3

## Precios y costes

*La inflación general de la zona del euro aumentó hasta el 2,3 % en noviembre de 2024, desde el 2 % registrado en octubre, debido principalmente al incremento de la tasa de variación de los precios de la energía<sup>7</sup>. Al mismo tiempo, en términos generales, la evolución de la inflación subyacente es acorde con el retorno sostenido de la inflación general al objetivo del 2 % a medio plazo. El indicador de la inflación interna descendió en octubre, pero se mantiene en niveles elevados, reflejo del fuerte crecimiento de los salarios y del hecho de que los precios de algunos componentes todavía se están ajustando al anterior repunte de la inflación con un retraso considerable. La tasa de crecimiento de los costes laborales se está moderando, mientras que el avance de los beneficios unitarios sigue amortiguando, en parte, el impacto de unas presiones aún intensas sobre los costes laborales, lo que contribuye a la desinflación en curso. Durante el período analizado, la mayoría de los indicadores de las expectativas de inflación a largo plazo permanecieron básicamente estables en torno al 2 %, y los indicadores de mercado cayeron y se aproximaron a ese nivel. De acuerdo con las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosystema para la zona del euro de diciembre de 2024, la inflación general se situará, en promedio, en el 2,4 % en 2024, el 2,1 % en 2025, el 1,9 % en 2026 y el 2,1 % en 2027, cuando el régimen ampliado de comercio de derechos de emisión de la UE comience a aplicarse<sup>8</sup>.*

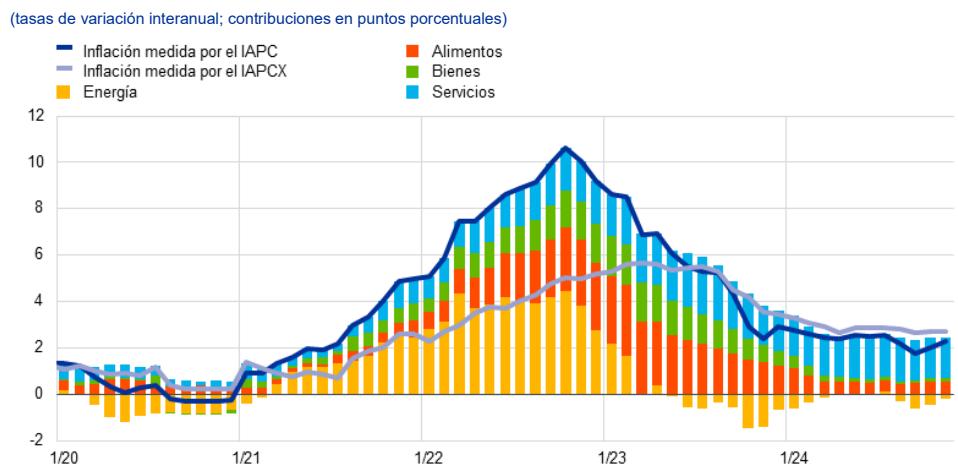
**La inflación general de la zona del euro, medida por el Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC), siguió aumentando hasta situarse en el 2,3 % en noviembre de 2024, desde el 2 % de octubre (gráfico 8).** Esta evolución fue atribuible, principalmente, al incremento esperado de la tasa de variación de los precios de la energía —que se elevó hasta el -1,9 % en noviembre, desde el -4,6 % del mes precedente—, en su mayor parte debido a un efecto de base al alza. La inflación de los alimentos disminuyó ligeramente en noviembre, hasta el 2,8 %, frente al 2,9 % de octubre, como consecuencia de la reducción de la tasa de variación interanual de los precios de los alimentos no elaborados, mientras que la correspondiente a los precios de los alimentos elaborados avanzó marginalmente. En noviembre, la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos (IAPCX), permaneció en el 2,7 %, sin cambios con respecto a octubre y septiembre. Esto se debió a que el leve descenso de la inflación de los servicios (3,9 % en noviembre, frente al 4 % de octubre) se vio compensado por la mayor inflación de los bienes industriales no energéticos (0,7 % en noviembre, frente al 0,5 % de octubre). La tasa de crecimiento interanual de los precios de estos bienes se mantuvo próxima a su media de largo plazo (0,6 %) anterior a la pandemia de COVID-19, mientras que la mayor persistencia de la inflación de los servicios refleja el impacto de unas presiones salariales todavía elevadas en algunos de sus componentes y los efectos del desfase en la corrección de los precios en otros.

<sup>7</sup> La fecha límite de recepción de los datos incluidos en este Boletín Económico fue el 11 de diciembre de 2024. Esta estimación de avance de Eurostat se revisó a la baja en 0,1 puntos porcentuales, hasta el 2,2 %, en los datos relativos a la inflación medida por el IAPC correspondientes a noviembre publicados el 18 de diciembre de 2024.

<sup>8</sup> Véanse las «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosystema para la zona del euro, diciembre de 2024», publicadas en el sitio web del BCE el 12 de diciembre de 2024.

## Gráfico 8

### Inflación general y sus principales componentes



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: «Bienes» se refiere a la inflación de los bienes industriales no energéticos. Las últimas observaciones corresponden a noviembre de 2024 (estimación de avance).

**La mayoría de los indicadores de la inflación subyacente sugieren que la inflación se estabilizará en torno al objetivo del 2 % a medio plazo de forma sostenida, y el rango de sus valores ha disminuido (gráfico 9).** En octubre de 2024 —el último mes para el que se dispone de datos—, la mayor parte de los valores de los indicadores osciló entre el 2 % y el 2,8 %.<sup>9</sup> El PCCI (componente persistente y común de la inflación), que suele ser el indicador con mayor capacidad predictiva de la inflación general futura, se situó en la parte inferior del rango, mientras que el indicador Supercore (inflación «supersubyacente»), que incluye los componentes del IAPC sensibles al ciclo económico, se mantuvo sin cambios en el 2,8 %. La inflación medida por el IAPCX, excluidos los servicios relacionados con turismo y viajes, y los artículos de vestir y calzado (IAPCXX), también permaneció invariable en el 2,6 %, mientras que las medias recortadas al 10 % y al 30 %, que eliminan el 5 % y el 15 %, respectivamente, de las tasas de variación interanual de cada cola de la distribución de los componentes del IAPC, registraron un ligero aumento. El indicador de la inflación interna continuó en un nivel persistentemente elevado, pero volvió a experimentar un leve retroceso, hasta el 4,2 %, desde el 4,3 % y el 4,4 % observados en septiembre y agosto, respectivamente. Esta evolución refleja el considerable peso de algunos servicios, como los seguros y los alquileres, que reaccionan con más lentitud a las presiones inflacionistas generales y a la relajación de la política monetaria restrictiva.

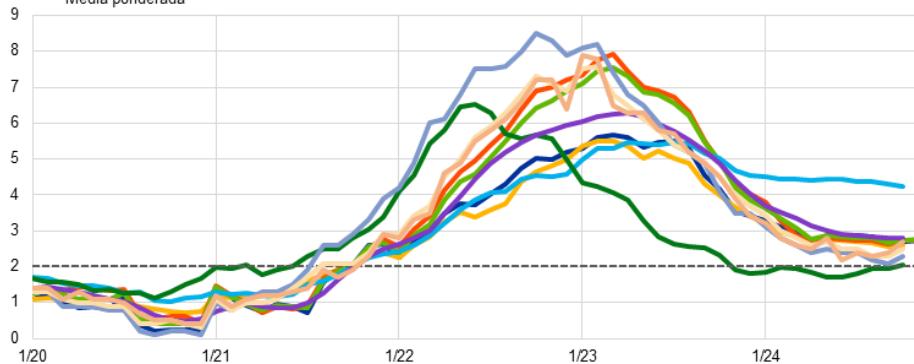
<sup>9</sup> Para más información, véase P. R. Lane, «[Underlying inflation: an update](#)», discurso pronunciado en la conferencia titulada «Inflation: Drivers and Dynamics Conference 2024», organizada por el Federal Reserve Bank of Cleveland y el BCE, Cleveland, 24 de octubre de 2024.

## Gráfico 9

### Indicadores de la inflación subyacente

(tasas de variación interanual)

- IAPCX
- IAPCX<sup>XX</sup>
- IAPC, excluida la energía
- IAPC, excluidos los alimentos no elaborados y la energía
- Inflación interna
- PCCI
- Supercore
- Media recortada (10%)
- Media recortada (30%)
- Media ponderada



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

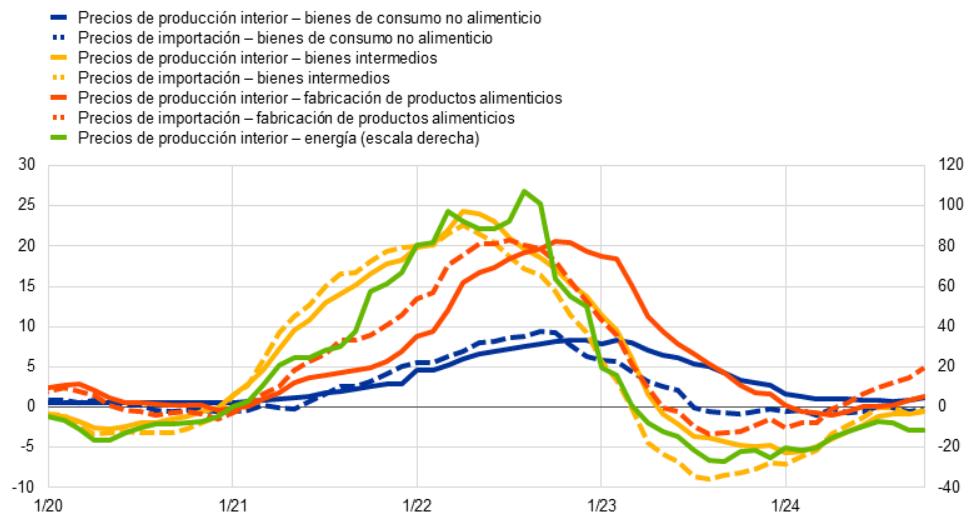
Notas: La línea discontinua gris representa el objetivo de inflación del 2 % a medio plazo del BCE. Las últimas observaciones corresponden a noviembre de 2024 (estimación de avance) para el IAPCX, el IAPC, excluida la energía, y el IAPC, excluidos los alimentos no elaborados y la energía, y a octubre de 2024 para los demás indicadores.

**Las presiones latentes se intensificaron en octubre, aunque siguieron siendo moderadas en todas las categorías industriales (gráfico 10).** En las primeras fases del proceso de formación de precios, la tasa de variación de los precios de producción de la energía, que lleva en niveles negativos desde abril de 2023, repuntó hasta el -11,2 % en octubre de 2024, desde el -11,5 % de septiembre. La tasa de crecimiento interanual de los precios de producción de los bienes intermedios destinados a ventas interiores continuó siendo negativa, aunque menos que en el mes anterior (-0,5 % en octubre, frente al -0,8 % de septiembre). Del mismo modo, la tasa de avance interanual de los precios de importación de los bienes intermedios se situó en el -0,4 % en octubre, frente al -0,8 % de septiembre. En las fases posteriores del proceso de formación de precios, la tasa de variación de los precios de producción interior de los bienes de consumo no alimenticio se incrementó hasta situarse en el 1,1 % en octubre, desde el 0,9 % de septiembre. También se registró un aumento de la inflación de los precios de producción interior de la fabricación de productos alimenticios —hasta el 1,3 % en octubre, desde el 0,9 % de septiembre— y de la de los precios de importación de la fabricación de estos productos, que se elevó hasta situarse en el 4,9 % en octubre, posiblemente como consecuencia de las tasas de crecimiento de dos dígitos observadas recientemente en los precios internacionales de las materias primas alimenticias. En general, las presiones latentes se intensificaron en todas las categorías industriales, aunque desde niveles aún moderados, lo que indica que la relajación de las presiones latentes acumuladas como consecuencia de perturbaciones de costes anteriores ha llegado a su fin.

## Gráfico 10

### Indicadores de presiones latentes

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

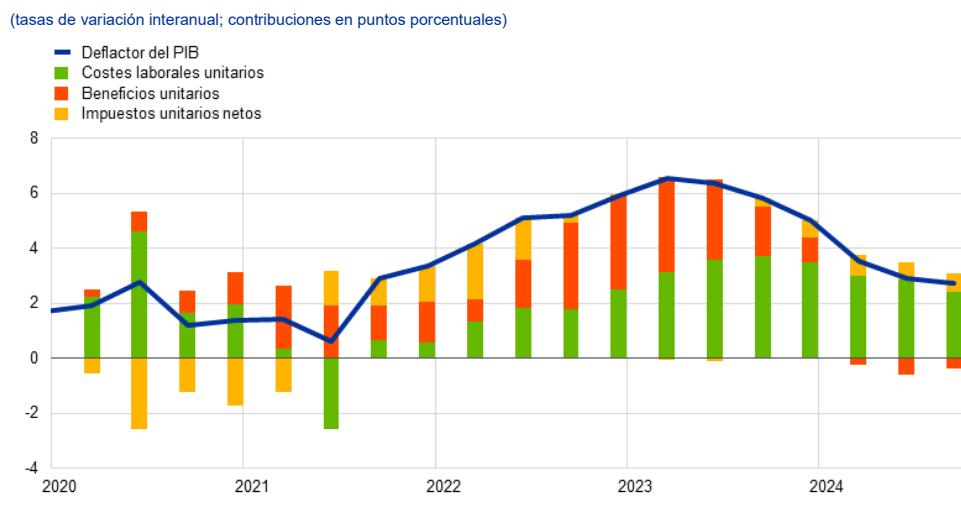
Nota: Las últimas observaciones corresponden a octubre de 2024.

**Las presiones de costes de origen interno, medidas por el crecimiento del deflactor del PIB, continuaron disminuyendo en el tercer trimestre de 2024, aunque se mantuvieron en un nivel elevado (gráfico 11).** La tasa de avance interanual del deflactor del PIB se redujo hasta el 2,7 % en el tercer trimestre de 2024, desde el 2,9 % del trimestre anterior. Esta reducción se debió a la menor contribución de los costes laborales unitarios, mientras que la de los impuestos unitarios netos no cambió y la de los beneficios unitarios aumentó ligeramente. Pese a haberse incrementado, el crecimiento de los beneficios unitarios permaneció en terreno negativo, lo que indica que sigue amortiguando las presiones aún intensas sobre los costes laborales. La menor contribución de los costes laborales unitarios fue atribuible a la disminución del crecimiento de los salarios —medido por la remuneración por asalariado— desde el 4,7 % en el segundo trimestre de 2024 hasta el 4,4 % en el tercero. El crecimiento de la remuneración por hora registró un descenso similar. En cambio, el avance de los salarios negociados se incrementó hasta alcanzar el 5,4 % en el tercer trimestre de 2024, desde el 3,5 % del trimestre precedente, pero los datos sobre los últimos convenios colectivos que figuran en el indicador de seguimiento de los salarios de carácter prospectivo del BCE apuntan a un crecimiento más débil en el cuarto trimestre de 2024<sup>10</sup>. En general, la evolución salarial más reciente señala que la compensación por la alta inflación pasada y la correspondiente recuperación de los salarios reales están influyendo cada vez menos. Según las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2024, el crecimiento de la remuneración por asalariado se situará en el 4,6 %, en promedio, en 2024 y seguirá moderándose hasta el 2,8 % en 2027. No obstante, se mantendrá por encima de los niveles históricos, debido a la

<sup>10</sup> Véase L. Górnicka y G. Koester (eds.), «A forward-looking tracker of negotiated wages in the euro area», Occasional Paper Series, n.º 338, BCE, Frankfurt am Main, febrero de 2024.

persistencia de las tensiones en los mercados de trabajo y a la compensación por inflación que aún se está produciendo.

**Gráfico 11**  
Descomposición del deflactor del PIB



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Las últimas observaciones corresponden al tercer trimestre de 2024. La remuneración por asalariado contribuye positivamente a las variaciones de los costes laborales unitarios, y la productividad del trabajo contribuye negativamente.

**La mayoría de los indicadores de las expectativas de inflación a largo plazo se sitúan en torno al 2 %, y los indicadores de mercado de la compensación por inflación a medio y a largo plazo han disminuido de manera significativa desde la reunión del Consejo de Gobierno del 17 de octubre de 2024 (gráfico 12).**

Tanto en la encuesta del BCE a expertos en previsión económica (EPE) correspondiente al cuarto trimestre de 2024 como en la encuesta del BCE a analistas de política monetaria (SMA, por sus siglas en inglés) de diciembre de 2024, la media y la mediana de las expectativas de inflación a más largo plazo permanecieron en el 2 %. Las expectativas a más corto plazo basadas en indicadores de opinión para 2025 también se situaron en torno al 2 %, pero experimentaron pequeñas fluctuaciones, en función de la incorporación de los últimos datos y de las variaciones de los precios de las materias primas energéticas. Los indicadores de mercado de la compensación por inflación a corto plazo, medida por los *inflation fixings* (que se basan en el IAPC, excluido el tabaco), aumentaron. Esto sugiere que los participantes en los mercados esperan que la inflación se sitúe algo por encima del 2 % en torno al cambio de año y aproximadamente en el 2 % en 2025, y que descienda hasta situarse ligeramente por debajo del 2 % en 2026. El tipo *swap* de inflación (ILS, por sus siglas en inglés) a un año dentro de un año se mantuvo prácticamente invariable en torno al 1,7 % durante el período analizado. A medio y largo plazo, los indicadores de mercado de la compensación por inflación registraron un leve retroceso y se situaron alrededor del 2 %. En concreto, el tipo *swap* de inflación a cinco años dentro de cinco años cayó 5 puntos básicos durante el período de referencia, sobre todo como consecuencia de la reducción de las primas de riesgo de inflación. Las estimaciones basadas en modelos de las expectativas genuinas de inflación, excluidas las primas de riesgo de inflación, indican también que los participantes en los mercados siguen esperando que la

inflación se sitúe en torno al 2 % a largo plazo. Por el lado del consumo, las expectativas de inflación permanecieron estables en general. Según la encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores (CES, por sus siglas en inglés) correspondiente a octubre de 2024, la tasa de inflación general mediana esperada en los doce meses siguientes aumentó ligeramente, hasta el 2,5 %, desde el 2,4 % de septiembre, mientras que la esperada a tres años vista se mantuvo sin variación en el 2,1 %. La inflación percibida en los doce meses anteriores siguió disminuyendo hasta situarse en el 3,2 % en octubre, lo que representa una caída de más de 5 puntos porcentuales con respecto al máximo del 8,4 % alcanzado en septiembre de 2023.

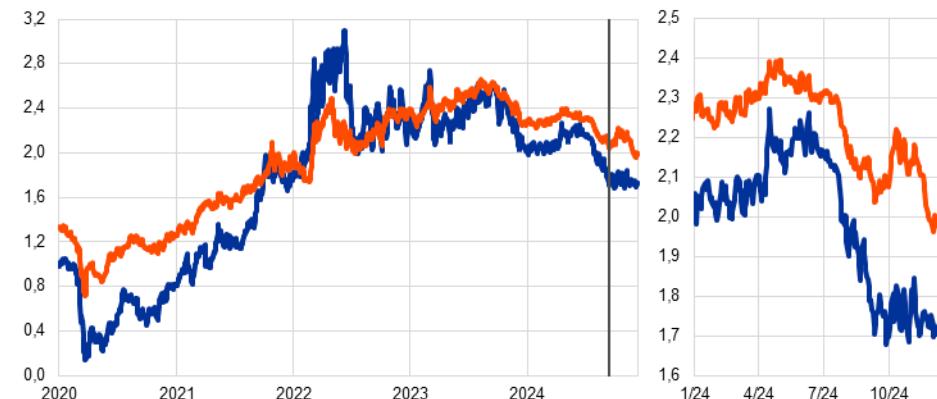
## Gráfico 12

Indicadores de mercado de la compensación por inflación y expectativas de inflación de los consumidores

### a) Indicadores de mercado de la compensación por inflación

(tasas de variación interanual)

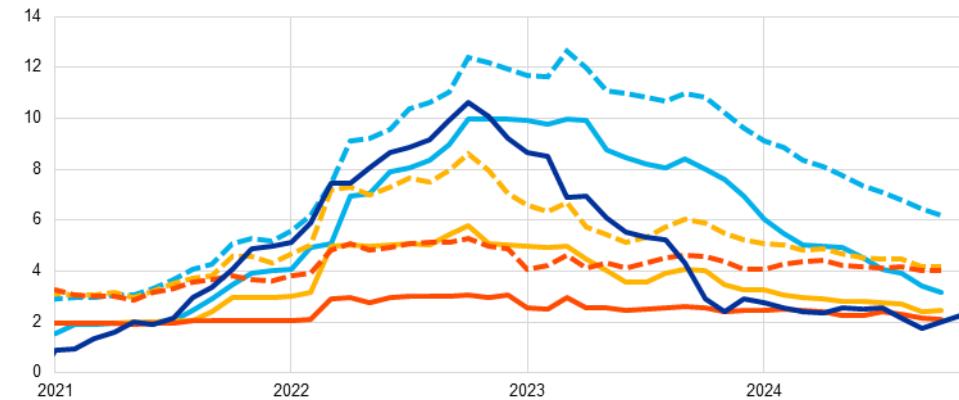
- Tipo forward a un año dentro de un año
- Tipo forward a cinco años dentro de cinco años



### b) Inflación general medida por el IAPC y encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores

(tasas de variación interanual)

- IAPC
- Percepción de la inflación pasada, media/mediana
- Expectativas de inflación a un año vista, media/mediana
- Expectativas de inflación a tres años vista, media/mediana



Fuentes: LSEG, Eurostat, CES y cálculos del BCE.

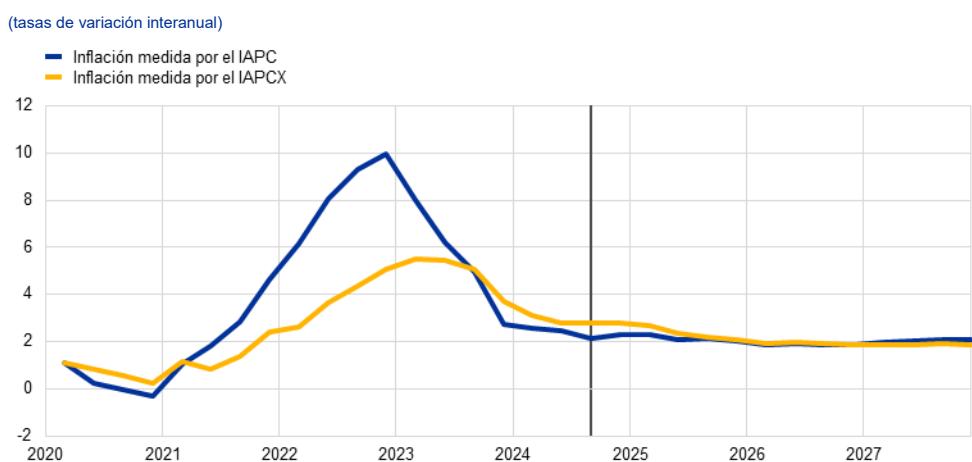
Notas: El panel a muestra los tipos *forward* de los ILS a diferentes horizontes para la zona del euro. La línea vertical gris indica el comienzo del período de referencia (12 de septiembre de 2024). En el panel b, las líneas discontinuas muestran la media y las líneas continuas la mediana. Las últimas observaciones corresponden al 11 de diciembre de 2024 para los tipos *forward*, a noviembre de 2024 (estimación de avance) para el IAPC y a octubre de 2024 para los demás indicadores.

**Según las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2024, la inflación general se situará, en promedio, en el 2,4 % en 2024 y seguirá disminuyendo hasta el 2,1 % en 2025 y el 1,9 % en 2026, antes de repuntar hasta el 2,1 % en 2027, cuando el régimen ampliado de comercio de derechos de emisión de la UE comience a aplicarse (gráfico 13).** Se prevé que la inflación general experimente un ligero aumento en el último trimestre de 2024, originado principalmente por efectos de base en los precios de la energía, antes de empezar a caer de nuevo. Asimismo, se espera que continúe moderándose gradualmente en los próximos años, a medida que las presiones

relacionadas con la compensación por inflación en un mercado de trabajo tensionado sigan desapareciendo y que el crecimiento de los salarios descienda como consecuencia de ello. El incremento de la inflación previsto para 2027 refleja fundamentalmente un efecto al alza, en gran parte transitorio, derivado de la aplicación del paquete «Objetivo 55» de la UE, en concreto un nuevo régimen de comercio de derechos de emisión (RCDE2) para la calefacción de los edificios y los combustibles para transporte. En comparación con las proyecciones de septiembre de 2024, las perspectivas de inflación general se han revisado ligeramente a la baja —en 0,1 puntos porcentuales para 2024 y 2025—, debido principalmente a datos peores de lo previsto y a los supuestos de bajada de los precios del petróleo y de la electricidad. Al mismo tiempo, los expertos del Eurosystema siguen esperando un rápido descenso de la inflación subyacente, desde el 2,9 % en 2024 hasta el 2,3 % en 2025 y el 1,9 % en 2026 y 2027, sobre todo como resultado de la disminución de la tasa de variación de los precios de los servicios. En comparación con las proyecciones de septiembre de 2024, la inflación medida por el IAPCX se ha revisado a la baja en 0,1 puntos porcentuales para 2026.

**Gráfico 13**

Inflación medida por el IAPC y por el IAPCX de la zona del euro



Fuentes: Eurostat y [Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosystema para la zona del euro, diciembre de 2024](#).

Notas: La línea vertical gris señala el último trimestre antes del comienzo del horizonte de proyección. Las últimas observaciones corresponden al tercer trimestre de 2024 (datos) y al cuarto trimestre de 2027 (proyecciones). Las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosystema para la zona del euro de diciembre de 2024 se finalizaron el 27 de noviembre de 2024 y la fecha de cierre de los datos para los supuestos técnicos fue el 20 de noviembre de 2024. Los datos históricos y los datos proyectados relativos a la inflación medida por el IAPC y por el IAPCX son trimestrales.

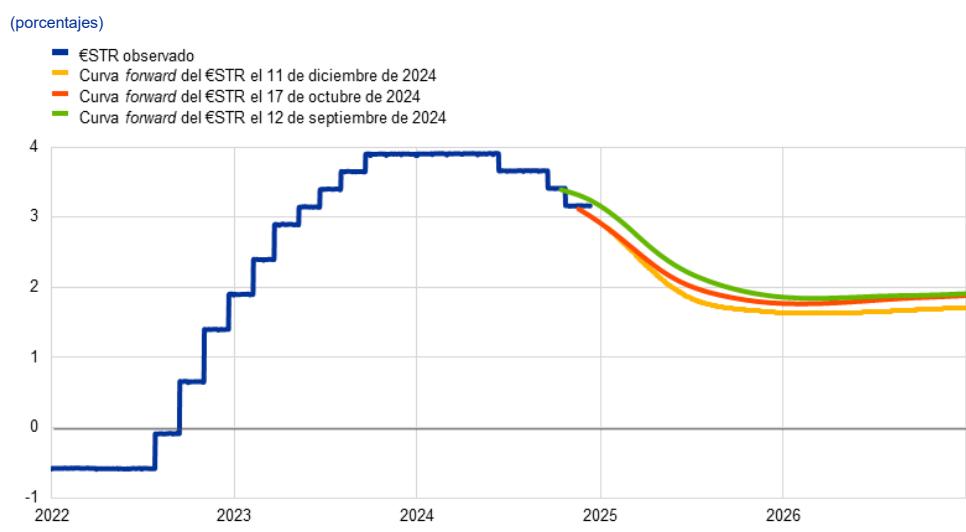
## Evolución de los mercados financieros

Durante el período de referencia comprendido entre el 12 de septiembre y el 11 de diciembre de 2024, algunos factores importantes que explican la evolución de los mercados financieros fueron la valoración de los mercados acerca de las implicaciones de las elecciones presidenciales en Estados Unidos y las persistentes tensiones geopolíticas. Los tipos de interés libres de riesgo a corto plazo de la zona del euro se desplazaron a la baja, como consecuencia de las expectativas de recortes más pronunciados y rápidos de los tipos de interés oficiales del BCE, al ser los datos macroeconómicos publicados en la zona del euro peores de lo esperado por los mercados. Los mercados descontaban plenamente una reducción de tipos de 25 puntos básicos en la reunión del Consejo de Gobierno de diciembre. Los tipos de interés libres de riesgo a largo plazo de la zona del euro también disminuyeron, debido sobre todo a la caída del componente de tipos de interés reales. Los rendimientos de la deuda soberana descendieron menos que los tipos swap sin riesgo, con algunas diferencias entre países, en un entorno de incertidumbre acerca de las perspectivas políticas y de las finanzas públicas en algunos de ellos. Los precios de las acciones de la zona del euro fluctuaron en el período de referencia y lo cerraron en niveles algo más elevados. Los diferenciales de los bonos corporativos se redujeron al comienzo del período analizado, pero repuntaron posteriormente. En los mercados de divisas, el euro se depreció frente al dólar estadounidense y su tipo de cambio efectivo también perdió valor, aunque en menor medida.

Tras la reunión del Consejo de Gobierno de septiembre, la curva forward del OIS (*overnight index swap*) se desplazó a la baja, dado que los participantes en los mercados esperaban recortes acumulados de los tipos de interés oficiales más rápidos y pronunciados (gráfico 14). El tipo de interés de referencia a corto plazo del euro (€STR) se situó, en promedio, en el 3,3 % durante el período de referencia, después de que el Consejo de Gobierno rebajara el tipo de interés de la facilidad de depósito en 25 puntos básicos en sus reuniones de septiembre y de octubre. El exceso de liquidez disminuyó en torno a 155 mm de euros entre el 12 de septiembre y el 11 de diciembre, hasta situarse en 2.912 mm de euros. Esta disminución fue consecuencia, principalmente, de los reembolsos realizados en septiembre de la financiación obtenida en la tercera serie de operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO III) y de la reducción de las carteras de valores mantenidos con fines de política monetaria, puesto que el Eurosistema ha dejado de reinvertir el principal de los valores que van venciendo de la cartera del programa de compras de activos (APP) y solo reinvierte parcialmente el principal en el caso de la cartera del programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP). La curva forward del OIS basada en el €STR se desplazó a la baja desde la reunión del Consejo de Gobierno de septiembre, lo que sugiere una senda de tipos de interés oficiales más bajos, en el contexto de publicaciones de datos macroeconómicos peores de lo previsto en la zona del euro y de los resultados de las elecciones en Estados Unidos. El 11 de diciembre, los mercados descontaban plenamente un recorte de tipos de 25 puntos básicos en la reunión del Consejo de Gobierno de diciembre. A más largo plazo, la curva de tipos forward se desplazó a la baja al pasar de descontar reducciones

acumuladas de los tipos de interés de 123 puntos básicos en el período hasta junio de 2025 (el 12 de septiembre) a descontar rebajas acumuladas de 133 puntos básicos (el 11 de diciembre).

**Gráfico 14**  
Tipos *forward* del €STR



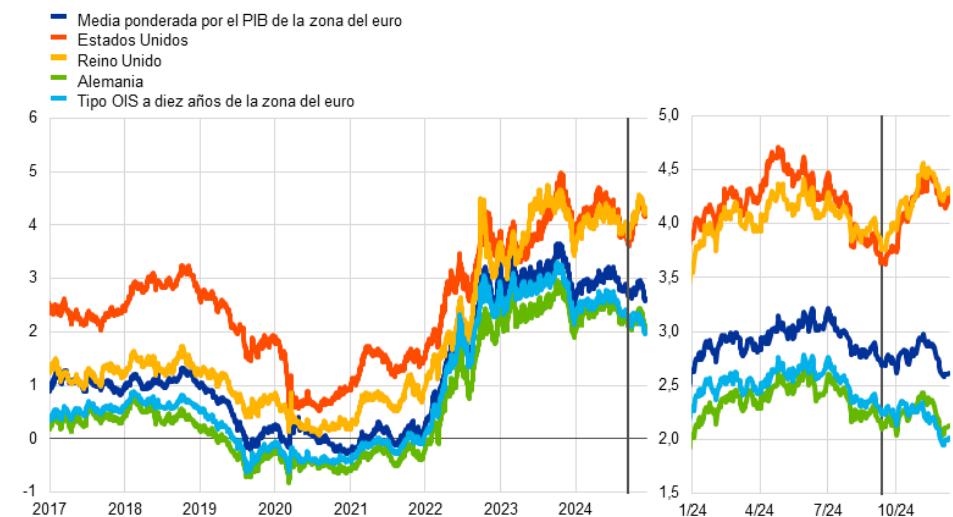
Fuentes: Bloomberg y cálculos del BCE.  
Nota: La curva *forward* se estima utilizando tipos *spot* del OIS (€STR).

**Los tipos de interés libres de riesgo a largo plazo de la zona del euro disminuyeron también desde la reunión del Consejo de Gobierno de septiembre, a diferencia de sus equivalentes en Estados Unidos (gráfico 15).** El tipo OIS a diez años de la zona del euro descendió 26 puntos básicos en el período de referencia y lo cerró en torno al 2 %. Este descenso de los tipos libres de riesgo a largo plazo se debió principalmente a la caída del componente de tipos de interés reales. Las expectativas de política monetaria internas y los datos macroeconómicos publicados lastraron los tipos libres de riesgo de la zona del euro, mientras que los efectos de desbordamiento (*spillovers*) de Estados Unidos y a escala mundial contrarrestaron los efectos negativos a plazos más largos. En cambio, los tipos sin riesgo a largo plazo de Estados Unidos se elevaron significativamente en el período de referencia, sustentados en el aumento tanto de los tipos de interés reales como de la compensación por inflación. En particular, el rendimiento de la deuda pública estadounidense a diez años se incrementó unos 60 puntos básicos, hasta el 4,3 %. Como resultado, el diferencial entre los tipos libres de riesgo a diez años en la zona del euro y en Estados Unidos se amplió 85 puntos básicos. El rendimiento de la deuda soberana a diez años del Reino Unido también aumentó 54 puntos básicos y se situó en torno al 4,3 % al final del período de referencia.

### Gráfico 15

Rendimientos de la deuda soberana a diez años y tipo OIS a diez años basado en el €STR

(porcentajes)



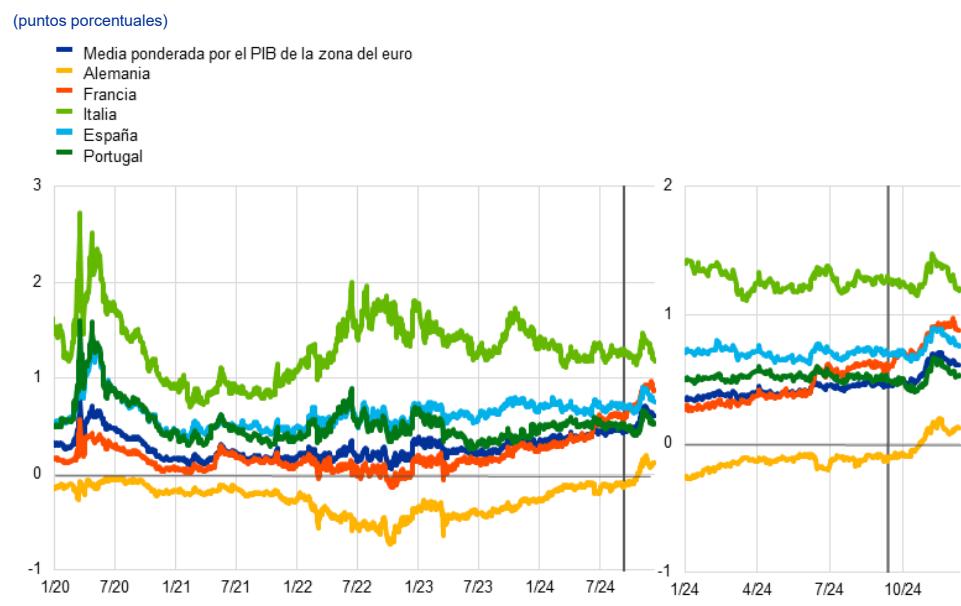
Fuentes: LSEG y cálculos del BCE.

Notas: La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (12 de septiembre de 2024). Las últimas observaciones corresponden al 11 de diciembre de 2024.

**Los rendimientos de la deuda soberana de la zona del euro disminuyeron menos que los tipos libres de riesgo, lo que se tradujo en diferenciales algo más amplios (gráfico 16).** Al final del período de referencia, el rendimiento de la deuda soberana a diez años de la zona del euro ponderado por el PIB se había reducido unos 10 puntos básicos y se situaba en torno al 2,6 %, por lo que su diferencial con respecto al tipo OIS se incrementó 15 puntos básicos. Gran parte del aumento del diferencial se registró antes de las elecciones estadounidenses, continuando la tendencia observada desde 2022. Después de las elecciones, el diferencial se amplió con mayor rapidez, dado que se produjo un efecto de desbordamiento de los mayores rendimientos de la deuda estadounidense a los mercados de deuda soberana de la zona del euro. El diferencial de la deuda alemana a diez años también aumentó 23 puntos básicos en el período de referencia, prolongando una tendencia que, entre otros factores, reflejó la reducción de las tenencias de bonos por parte del Eurosistema. En ese período, el diferencial del bono alemán pasó a ser positivo por primera vez desde 2016, mientras que el anuncio de elecciones anticipadas en el país no tuvo un efecto significativo. Los cambios más notables se observaron en el rendimiento de la deuda soberana a diez años de Francia, que se elevó alrededor de 5 puntos básicos como consecuencia de la incertidumbre relativa a las perspectivas de las finanzas públicas en ese país y aumentó el diferencial con respecto al tipo OIS a diez años en 30 puntos básicos. Sin embargo, los efectos de desbordamiento a Grecia, España, Italia y Portugal fueron limitados debido al sentimiento más positivo en torno a las perspectivas de las finanzas públicas en algunos de estos países. En conjunto, el diferencial entre el rendimiento de la deuda soberana y el tipo OIS disminuyó 9 puntos básicos en Italia, mientras que se incrementó 4 y 6 puntos básicos en Portugal y España, respectivamente.

## Gráfico 16

Diferenciales de la deuda soberana a diez años de la zona del euro con respecto al tipo OIS a diez años basado en el €STR



Fuentes: LSEG y cálculos del BCE.

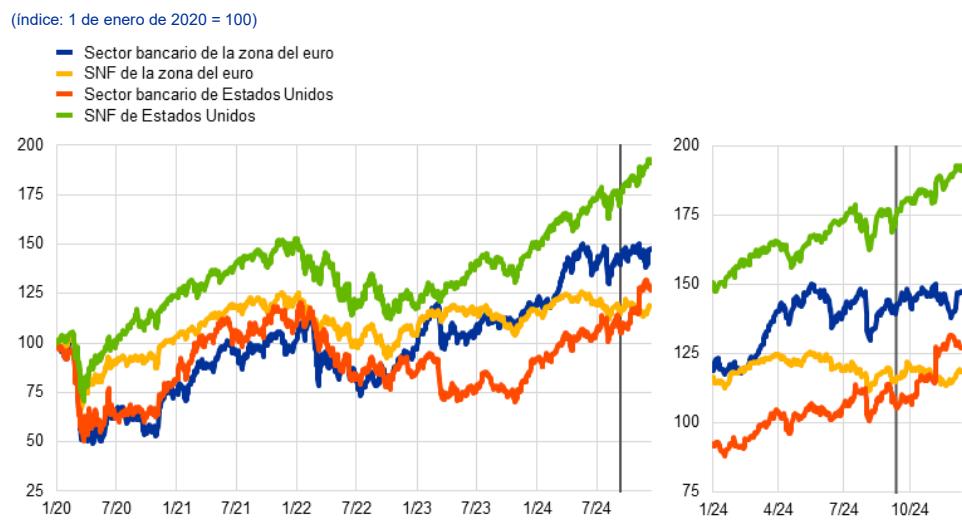
Notas: La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (12 de septiembre de 2024). Las últimas observaciones corresponden al 11 de diciembre de 2024.

**Los diferenciales de los bonos corporativos se redujeron a principios del período de referencia y después repuntaron, en parte siguiendo los movimientos de los mercados bursátiles.** Los diferenciales de los bonos corporativos con calificación de grado de inversión disminuyeron en torno a 10 puntos básicos hasta mediados de octubre, pero posteriormente se ampliaron algo. La reducción fue más pronunciada para los bonos corporativos del sector financiero que para los del sector no financiero, que registraron un ligero incremento de sus diferenciales en conjunto. En el segmento de alta rentabilidad, los diferenciales experimentaron fluctuaciones más significativas, en especial a partir de mediados de octubre, pero descendieron de forma moderada en su conjunto.

**Los precios de las acciones de la zona del euro fluctuaron durante el período de referencia y lo cerraron en niveles algo más elevados que cuando se celebró la reunión del Consejo de Gobierno de septiembre (gráfico 17).** Las cotizaciones bursátiles de la zona del euro se vieron respaldadas por un notable aumento del apetito por el riesgo al principio del período analizado, que compensó con creces las revisiones a la baja de las expectativas de beneficios. A partir de mediados de octubre, el deterioro de las perspectivas para la economía de la zona del euro, que tuvo su reflejo, por ejemplo, en los datos del índice de directores de compras de noviembre, dio lugar a una disminución adicional de los beneficios esperados. Los índices bursátiles amplios de la zona del euro retrocedieron hacia los niveles observados al comienzo del período de referencia y después volvieron a acelerarse a finales de noviembre, apoyados también por el mayor apetito por el riesgo. En conjunto, los precios de las acciones de las sociedades no financieras (SNF) y del sector bancario se revalorizaron un 2,5 % y un 3,7 %, respectivamente.

En Estados Unidos, las cotizaciones de las SNF y del sector bancario registraron ganancias del 9,8 % y del 20,6 %, respectivamente.

**Gráfico 17**  
Índices bursátiles de la zona del euro y de Estados Unidos



Fuentes: LSEG y cálculos del BCE.

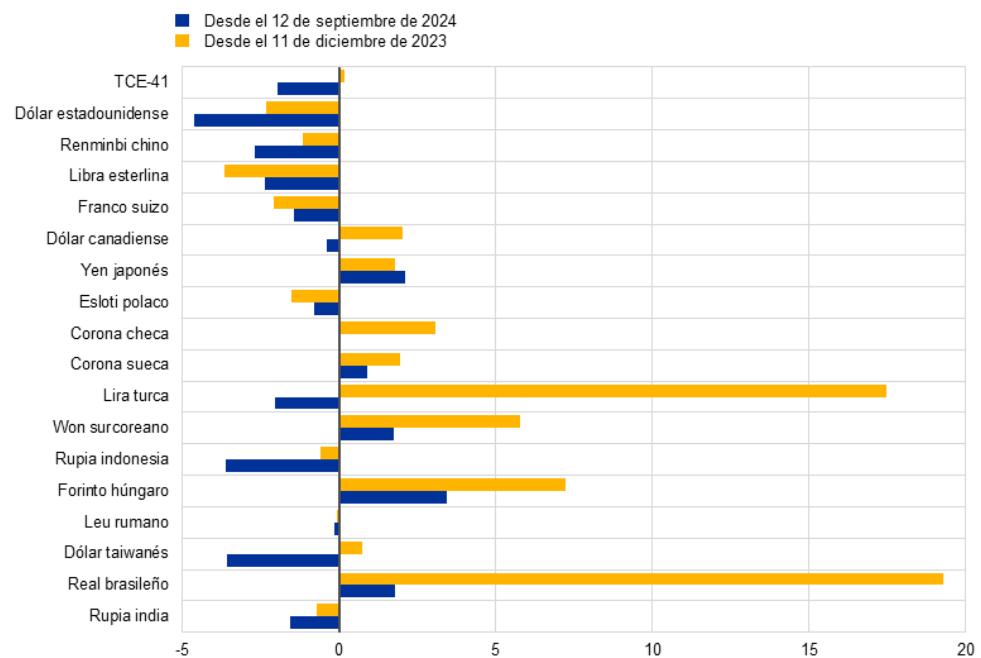
Notas: La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (12 de septiembre de 2024). Las últimas observaciones corresponden al 11 de diciembre de 2024.

**En los mercados de divisas, el euro se depreció un 4,6 % frente al dólar estadounidense y su tipo de cambio efectivo cayó un 2 % (gráfico 18).** Durante el período analizado, el tipo de cambio efectivo nominal del euro —medido frente a las monedas de 41 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro— se depreció un 2 %. El euro también perdió valor frente al dólar estadounidense (un 4,6 %). Esta evolución se debió principalmente al aumento, a principios de noviembre, de las expectativas de los participantes en los mercados relativas a la senda del tipo de interés oficial de la Reserva Federal tras las elecciones presidenciales en Estados Unidos, así como a las expectativas de posibles cambios en las políticas comerciales, regulatorias y fiscales de ese país. La moneda única se depreció un 2,4 % frente a la libra esterlina y un 1,4 % frente al franco suizo, así como frente a las monedas de algunas economías emergentes, como reflejo de los cambios en la percepción de los participantes en los mercados sobre las perspectivas para sus economías respectivas, en términos relativos. El euro se apreció frente al yen japonés (un 2,1 %), ya que este último reanudó su depreciación generalizada en un entorno de tipos de interés oficiales persistentemente más bajos en Japón que en otras economías avanzadas.

## Gráfico 18

### Variaciones del tipo de cambio del euro frente a una selección de monedas

(tasas de variación)



Fuente: Cálculos del BCE.

Notas: El TCE-41 es el tipo de cambio efectivo nominal del euro frente a las monedas de 41 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro. Una variación positiva (negativa) corresponde a una apreciación (depreciación) del euro. Todas las variaciones se han calculado utilizando los tipos de cambio vigentes el 11 de diciembre de 2024.

## 5

## Condiciones de financiación y evolución del crédito

*Las bajadas recientes y anticipadas de los tipos de interés oficiales del BCE están abaratando gradualmente el coste de financiación de las empresas y los hogares. En octubre de 2024, los costes de financiación de las entidades de crédito y los tipos de interés de los préstamos bancarios continuaron disminuyendo con respecto a sus niveles máximos, aunque las condiciones de financiación siguieron siendo restrictivas. Los tipos de interés medios de los nuevos préstamos a empresas y de las nuevas hipotecas cayeron hasta situarse en el 4,7 % y el 3,6 %, respectivamente, en octubre. El avance de los préstamos a empresas y a hogares permaneció falso de dinamismo, debido al débil crecimiento económico y a unos criterios de aprobación del crédito todavía restrictivos. En el período comprendido entre el 12 de septiembre y el 11 de diciembre de 2024, el coste de la financiación de las empresas mediante valores de renta fija y mediante acciones se redujo, coincidiendo con un descenso del tipo de interés libre de riesgo a largo plazo y con una disminución de la prima de riesgo de las acciones. En la última encuesta sobre el acceso de las empresas a la financiación (SAFE, por sus siglas en inglés), las empresas señalaron que la disponibilidad de préstamos bancarios apenas había variado en su conjunto en el tercer trimestre de 2024, y pocas de ellas esperaban una mejora de la disponibilidad en el cuarto trimestre. La tasa de crecimiento interanual del agregado monetario amplio (M3) siguió recuperándose desde unos niveles bajos, y las entradas netas del exterior fueron de nuevo las que más contribuyeron al avance de este agregado.*

**Los costes de financiación de las entidades de crédito de la zona del euro disminuyeron con respecto a sus niveles máximos, reflejo de los recientes recortes de los tipos de interés oficiales del BCE y de la senda esperada de tipos de interés.** El coste sintético de la financiación de la deuda de las entidades de la zona del euro se redujo ligeramente en octubre de 2024 y se situó en el 2 % (panel a del gráfico 19). Esta reducción fue consecuencia, principalmente, del descenso de la rentabilidad de los bonos bancarios (panel b del gráfico 19), en un entorno de caída de los tipos de interés libres de riesgo a largo plazo. Sin embargo, los costes de financiación de las entidades de crédito han persistido en niveles elevados en el contexto de la recomposición de la financiación hacia fuentes más caras. Los tipos de interés medios de los depósitos disminuyeron solo levemente en el tercer trimestre de 2024, y el tipo sintético de estos instrumentos se situó en el 1,3 % en octubre. Los tipos de interés de los depósitos a plazo registraron una bajada más acusada que los de los depósitos a la vista y los depósitos disponibles con preaviso, que solo experimentaron un descenso marginal en dicho período.

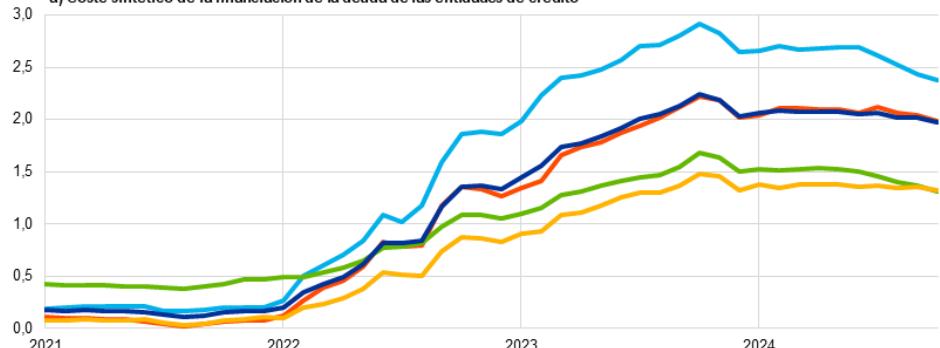
### Gráfico 19

Costes sintéticos de la financiación de las entidades de crédito en una selección de países de la zona del euro

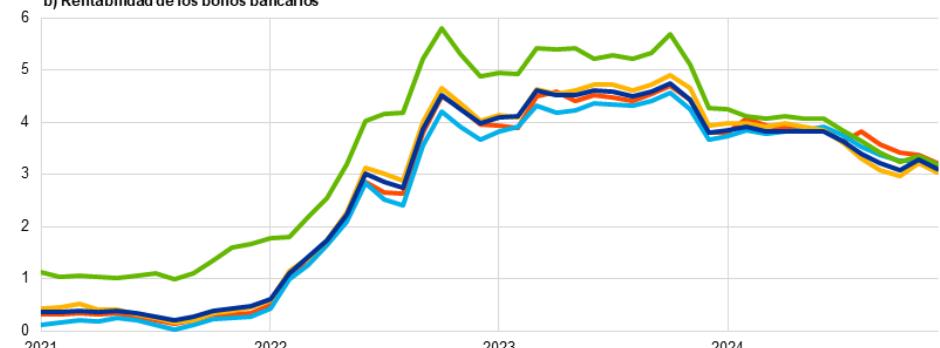
(porcentajes)

- Zona del euro
- Alemania
- Francia
- Italia
- España

a) Coste sintético de la financiación de la deuda de las entidades de crédito



b) Rentabilidad de los bonos bancarios



Fuentes: BCE, S&P Dow Jones Indices LLC y/o sus filiales, y cálculos del BCE.

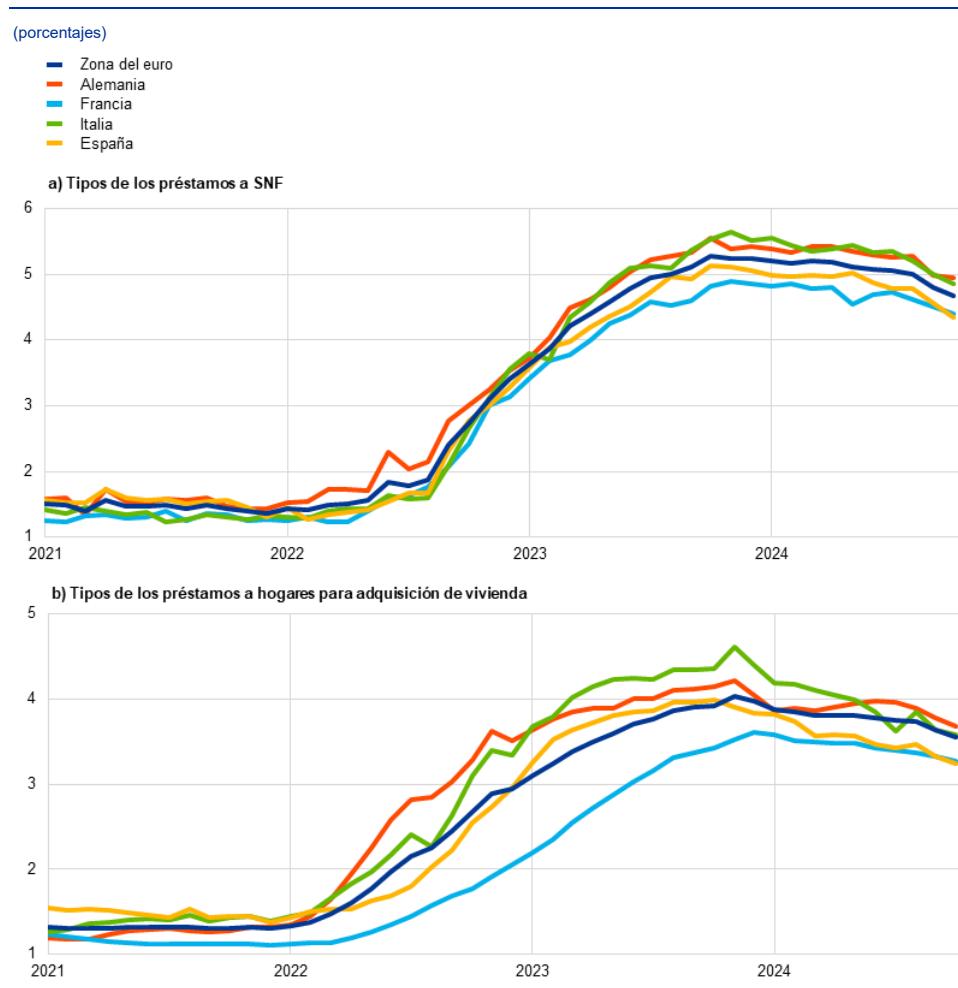
Notas: Los costes sintéticos de la financiación de las entidades de crédito son una media ponderada del coste sintético de la financiación mediante depósitos y mediante deuda no garantizada. El coste sintético de los depósitos se calcula como la media de los tipos de interés de las nuevas operaciones de depósitos a la vista, depósitos a plazo y depósitos con preaviso, ponderada por los correspondientes saldos vivos. La rentabilidad de los bonos bancarios son medias mensuales de los bonos de tramos senior. Las últimas observaciones corresponden a octubre de 2024 para el coste sintético de la financiación de la deuda de las entidades de crédito (panel a) y al 11 de diciembre de 2024 para la rentabilidad de los bonos bancarios (panel b).

**Los tipos de interés del crédito bancario a las empresas y a los hogares volvieron a caer, pero las condiciones de financiación continuaron siendo restrictivas.** Los tipos de interés de los préstamos a empresas y a hogares han disminuido en los últimos meses, lo que ha respaldado una recuperación gradual del crédito (gráfico 20). En octubre de 2024, los tipos de interés de los nuevos préstamos concedidos a las sociedades no financieras (SNF) cayeron 22 puntos básicos y se situaron en el 4,68 %, unos 60 puntos básicos por debajo del máximo alcanzado en octubre de 2023 (panel a del gráfico 20), aunque mostraron cierta heterogeneidad entre países de la zona del euro y plazos de vencimiento. El diferencial de tipos entre los créditos de entre 250.000 euros y hasta un millón de euros y los créditos de más de un millón de euros otorgados a las empresas se redujo de nuevo en octubre, hasta el 0,34 %, un nivel cercano al mínimo observado en el verano de 2024. Por vencimientos, el descenso mayor se registró en los préstamos con períodos intermedios de fijación del tipo de interés (de entre uno y

cinco años). Los tipos de interés de los nuevos préstamos a hogares para adquisición de vivienda fueron del 3,55 % en octubre, frente al 3,64 % de septiembre, y ahora se sitúan en torno a 50 puntos básicos por debajo de su máximo de noviembre de 2023 (panel b del gráfico 20), con diferencias entre países. La disminución fue generalizada en los distintos períodos de fijación de los tipos y estuvo en línea con los tipos de interés de mercado, y los préstamos hipotecarios a tipo variable siguieron siendo más caros que los concedidos a tipo fijo.

### Gráfico 20

Tipos de interés sintéticos de los préstamos bancarios a empresas y a hogares en una selección de países de la zona del euro



Fuentes: ECB y cálculos del BCE.

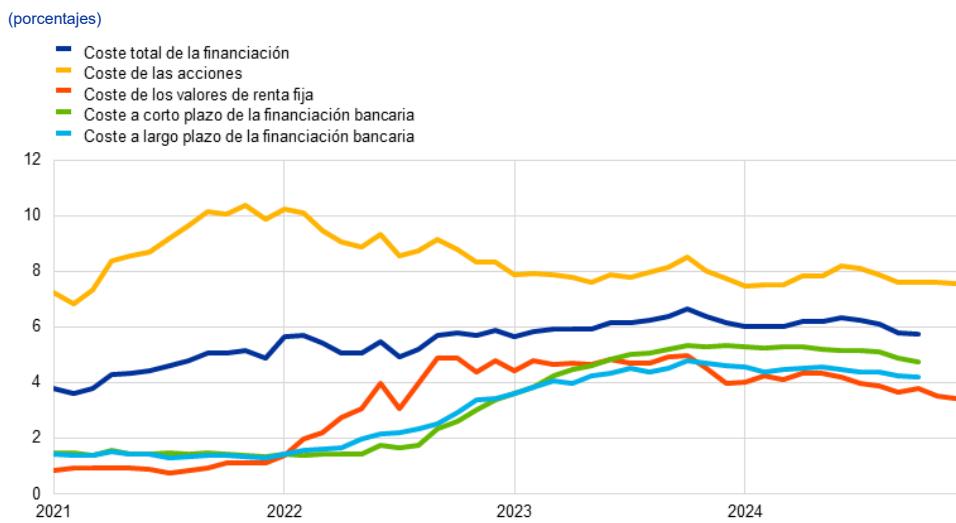
Notas: «SNF» corresponde a «sociedades no financieras». Los tipos de interés sintéticos de los préstamos bancarios se calculan agregando los tipos a corto y a largo plazo utilizando una media móvil de 24 meses del volumen de nuevas operaciones. Las últimas observaciones corresponden a octubre de 2024.

**En el período comprendido entre el 12 de septiembre y el 11 de diciembre de 2024, el coste de la financiación de las empresas mediante valores de renta fija y mediante acciones cayó.** Sobre la base de los datos mensuales disponibles hasta octubre, el coste total de la financiación de las SNF —es decir, el coste sintético de la financiación bancaria, los valores de renta fija y las acciones— se mantuvo sin variación en dicho mes, en comparación con el mes anterior, y se situó en el 5,8 %, un nivel todavía inferior al máximo de varios años alcanzado en octubre

de 2023 (gráfico 21)<sup>11</sup>. Si bien el coste de las acciones permaneció prácticamente sin cambios en octubre, el ligero ascenso del coste de los valores de renta fija se vio compensado en su totalidad por la caída del coste de la financiación bancaria. Los datos diarios relativos al período comprendido entre el 12 de septiembre y el 11 de diciembre de 2024 muestran que el coste tanto de los valores de renta fija como de las acciones se redujo. El descenso del coste de los valores de renta fija estuvo determinado por la significativa flexión a la baja de la curva del OIS (*overnight index swap*) a todos los plazos hasta quince años, pese a un ligero aumento de los diferenciales de los bonos emitidos por las SNF en el segmento de grado de inversión. La reducción del coste de las acciones se debió tanto a la disminución de la prima de riesgo bursátil como al retroceso del tipo de interés libre de riesgo a largo plazo (aproximado por el tipo OIS a diez años).

### Gráfico 21

Coste nominal de la financiación externa de las empresas de la zona del euro, por componente



Fuentes: BCE, Eurostat, Dealogic, Merrill Lynch, Bloomberg, LSEG y cálculos del BCE.

Notas: El coste total de la financiación de las sociedades no financieras (SNF) se basa en datos mensuales y se calcula como la media ponderada del coste de la financiación bancaria a corto y a largo plazo (datos medios mensuales), el coste de los valores de renta fija y el de las acciones (datos de fin de mes), basados en sus respectivos saldos vivos. Las últimas observaciones corresponden al 11 de diciembre de 2024 para el coste de los valores de renta fija y el coste de las acciones (datos diarios), y a octubre de 2024 para el coste total de la financiación y el coste de la financiación bancaria (datos mensuales).

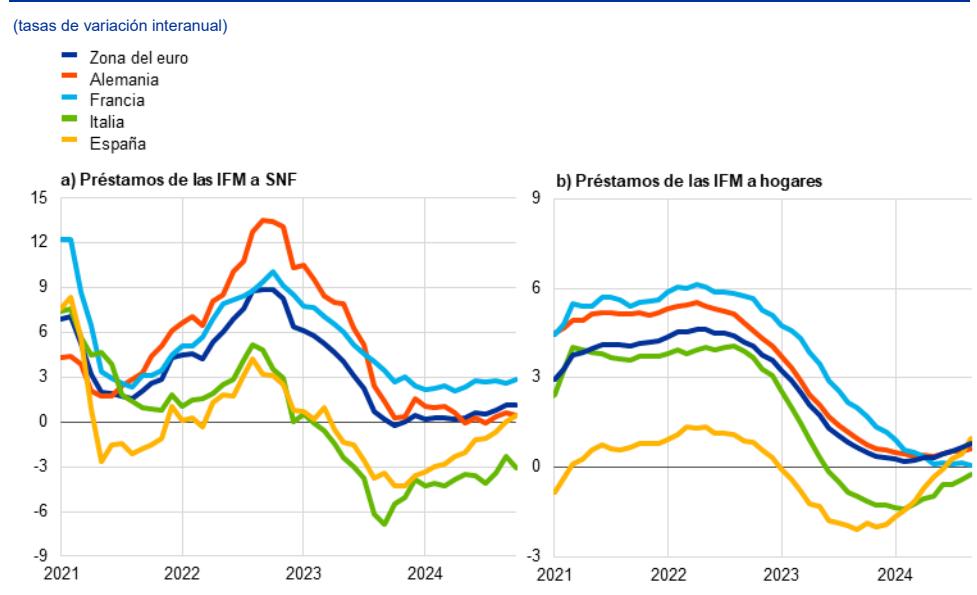
**La tasa de crecimiento de los préstamos a empresas y a hogares permaneció falta de dinamismo, debido al débil crecimiento económico y a unos criterios de aprobación del crédito todavía restrictivos.** Los préstamos bancarios concedidos a las empresas han repuntado gradualmente desde unos niveles bajos y su tasa de avance se situó en el 1,2 % en octubre de 2024, frente al 1,1 % de septiembre (panel a del gráfico 22). El endeudamiento de las empresas mediante emisiones de deuda se mantuvo en el 1,6 % en octubre; las emisiones netas positivas de valores representativos de deuda por parte de este sector no compensaron en su totalidad la debilidad del crédito bancario. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a hogares aumentó hasta el 0,8 % en

<sup>11</sup> A causa del desfase en la disponibilidad de datos sobre el coste de la financiación bancaria, los datos sobre el coste total de la financiación de las SNF solo están disponibles hasta octubre de 2024.

octubre, desde el 0,7 % registrado en septiembre, en un entorno de mejora de la dinámica a corto plazo (panel b del gráfico 22). El crédito hipotecario se estabilizó con respecto a sus descensos anteriores y muestra señales incipientes de recuperación. El crecimiento del crédito al consumo también se incrementó en octubre, mientras que los préstamos para otros fines continúan contrayéndose, aunque a un ritmo cada vez menor. La [encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores](#) de octubre de 2024 aporta evidencia de que el avance del crédito para consumo se concentró en los hogares con rentas más bajas. Además, el porcentaje de hogares que percibían que el acceso al crédito se había endurecido todavía era mayor que el de los que percibían que dicho acceso se había relajado (+14 % en septiembre).

### Gráfico 22

#### Préstamos de las IFM en una selección de países de la zona del euro



Fuentes: BCE y cálculos del BCE.

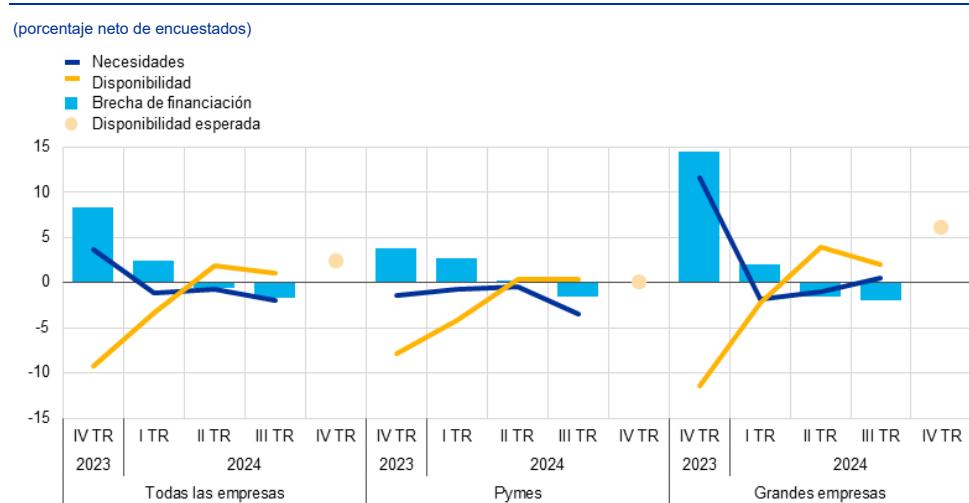
Notas: Los préstamos de las instituciones financieras monetarias (IFM) están ajustados de titulizaciones y otras transferencias. En el caso de las sociedades no financieras (SNF), los préstamos también se han ajustado de centralización nocial de tesorería (*notional cash pooling*). Las últimas observaciones corresponden a octubre de 2024.

**En la encuesta sobre el acceso de las empresas a la financiación (SAFE, por sus siglas en inglés), las empresas señalaron que la disponibilidad de préstamos bancarios apenas había variado en su conjunto en el tercer trimestre de 2024, y pocas de ellas esperaban un cambio positivo en el cuarto trimestre (gráfico 23).** El 1 % neto de las empresas indicaron que la disponibilidad de préstamos bancarios había aumentado en el tercer trimestre de 2024, frente al 2 % en el trimestre anterior. Este ligero descenso del porcentaje neto en comparación con el trimestre previo fue atribuible a las grandes empresas, mientras que las pequeñas y medianas empresas (pymes), en conjunto, indicaron que no se había producido ninguna variación. El 2 % neto de las empresas esperaban que el acceso a los préstamos bancarios mejorara en el cuarto trimestre de 2024. En términos netos, si bien las pymes no anticipaban ningún cambio en la disponibilidad de préstamos, las grandes empresas esperaban una mejora de la financiación externa mediante préstamos.

**Las empresas también señalaron una ligera disminución de la necesidad de préstamos bancarios.** En el tercer trimestre de 2024, un 2 % neto de las empresas, principalmente pymes, indicaron una menor necesidad de préstamos bancarios, mientras que un porcentaje neto reducido de grandes empresas mencionaron un aumento de dicha necesidad. Como consecuencia, la brecha de financiación bancaria —la diferencia estimada entre la variación de la necesidad y la variación de la disponibilidad de préstamos bancarios— era negativa para un 2 % neto de las empresas, siendo esta brecha similar en el caso de las pymes y de las grandes empresas. Si bien estas últimas habían señalado una brecha de financiación negativa muy modesta ya en el segundo trimestre de 2024, las pymes no la indicaron hasta el tercer trimestre.

### Gráfico 23

Variación de las necesidades y la disponibilidad actual y esperada de préstamos bancarios y de la brecha de financiación de las empresas de la zona del euro



Fuentes: Encuesta sobre el acceso de las empresas a la financiación (SAFE) y cálculos del BCE.

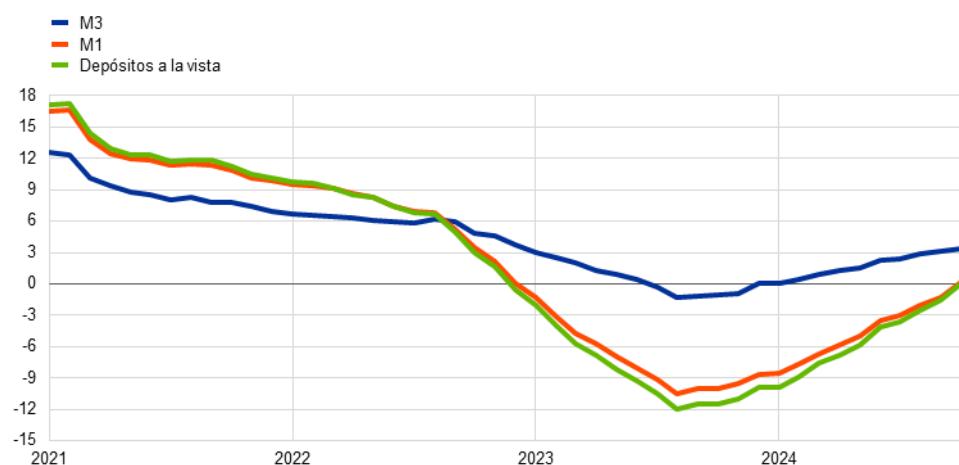
Notas: «Pymes» corresponde a pequeñas y medianas empresas. Los porcentajes netos son la diferencia entre el porcentaje de empresas que indican un aumento de la disponibilidad de préstamos bancarios (necesidades y disponibilidad esperada, respectivamente) y el de aquellas que señalan una disminución de la disponibilidad en los tres últimos meses. El indicador de la brecha de financiación combina las necesidades de financiación y la disponibilidad de préstamos bancarios en cada empresa. El indicador de la variación percibida de la brecha de financiación adopta un valor de 1 (-1) si la necesidad aumenta (disminuye) y la disponibilidad disminuye (aumenta). Si las empresas perciben que ha aumentado (disminuido) solo uno de los dos componentes de la brecha de financiación, se asigna a la variable un valor de 0,5 (-0,5). Si el indicador es positivo, señala un incremento de la brecha de financiación. Los valores se multiplican por 100 para obtener saldos netos ponderados expresados como porcentajes. Las cifras se refieren a las ediciones 29.<sup>a</sup> (ronda piloto de octubre a diciembre de 2023) a 32.<sup>a</sup> de la SAFE (junio-septiembre de 2024).

**La tasa de crecimiento interanual del agregado monetario amplio (M3) de la zona del euro continuó recuperándose, y las entradas netas del exterior siguieron siendo las que más contribuyeron a la creación de dinero.** La tasa de avance interanual de M3 se incrementó hasta el 3,4 % en octubre de 2024, desde el 3,2 % de septiembre (gráfico 24). El crecimiento interanual del agregado monetario estrecho (M1) —que incluye los activos más líquidos de M3—, aumentó hasta situarse en el 0,2 % en octubre (la primera tasa positiva desde diciembre de 2022), en comparación con el -1,3 % de septiembre. La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a la vista (un componente de M1) se incrementó hasta el 0,1 % en octubre, frente al -1,6 % de septiembre. Las entradas del exterior continuaron siendo la principal fuente de creación de dinero, impulsadas principalmente por un abultado superávit de la balanza por cuenta corriente de la zona del euro. Si bien la

contribución al crecimiento monetario de las compras netas de deuda pública por parte de las entidades de crédito también fue significativa, la de los préstamos a hogares y a empresas siguió siendo reducida. No obstante, la contracción continuada del balance del Eurosistema y las emisiones de bonos bancarios a largo plazo (que no se incluyen en M3), en un contexto de finalización gradual de las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO, por sus siglas en inglés) hasta finales de 2024, contribuyeron negativamente a la creación de dinero.

**Gráfico 24**  
M3, M1 y depósitos a la vista

(tasas de variación interanual; datos ajustados de efectos estacionales y de calendario)



Fuente: BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a octubre de 2024.

## Evolución de las finanzas públicas

*Según las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema de diciembre de 2024, el déficit presupuestario de las Administraciones Públicas de la zona del euro disminuirá desde el 3,6 % del PIB registrado en 2023 hasta el 3,2 % del PIB en 2024 y luego de manera muy gradual hasta el 2,9 % en 2027. Como reflejo, en líneas generales, de esta senda, se prevé que la orientación de la política fiscal de la zona del euro se endurezca significativamente en 2024, de forma muy marginal tanto en 2025 como en 2026, y después con más intensidad en 2027. Sin embargo, los supuestos y las proyecciones de política fiscal están sujetos a un nivel de incertidumbre inusual<sup>12</sup>. El endurecimiento del tono fiscal en 2024 refleja sobre todo la retirada de gran parte de las medidas de apoyo adoptadas en respuesta a los precios energéticos y a la inflación, así como importantes factores no discretionales, en particular una evolución favorable de los ingresos. El endurecimiento relativamente acusado de la orientación de la política fiscal en 2027 obedece principalmente al supuesto de un descenso del gasto público relacionado con la finalización de la financiación proporcionada en forma de subvenciones del programa Next Generation EU (NGEU). Se prevé que la ratio de deuda en relación con el PIB de la zona del euro aumente con lentitud desde un nivel ya elevado y que no se estabilice hasta el final del horizonte de proyección en cotas cercanas al 89 %. En cuanto a la política fiscal, la Comisión Europea puso en marcha el primer ciclo de coordinación de políticas con arreglo al nuevo marco de gobernanza económica con la publicación de su paquete de otoño el 26 de noviembre. Los Gobiernos deberían centrarse ahora en cumplir plenamente y sin retrasos sus compromisos asumidos en este marco. Esto contribuiría a reducir los déficits presupuestarios y las ratios de deuda de forma sostenida, priorizando al mismo tiempo las reformas y las inversiones dirigidas a favorecer el crecimiento.*

**De acuerdo con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2024, el saldo presupuestario de las Administraciones Públicas de la zona del euro mejorará gradualmente durante el horizonte de proyección (gráfico 25)<sup>13</sup>.** Aunque el déficit presupuestario de la zona se mantuvo estable en el 3,6 % del PIB en 2022 y 2023, se espera que disminuya hasta situarse en el 3,2 % del PIB en 2024 y que después se reduzca 0,1 puntos porcentuales al año hasta 2027, cuando se prevé que se sitúe en el 2,9 %. La senda prevista refleja sobre todo un saldo primario ajustado de ciclo que irá mejorando progresivamente a lo largo del horizonte de proyección, pero que seguirá siendo negativo. Sin embargo, esta evolución se verá compensada en parte por el aumento paulatino de los gastos por intereses durante todo el período, debido

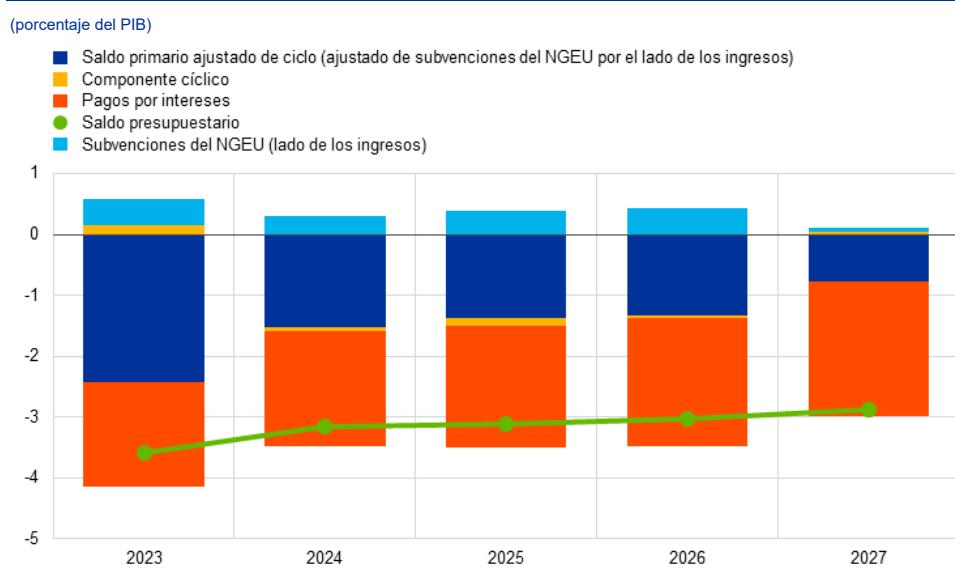
---

<sup>12</sup> Los planes fiscales de algunas de las grandes economías de la zona del euro aún no se han finalizado o se han quedado obsoletos dada la situación política imperante. En Francia, por ejemplo, los supuestos y las proyecciones de política fiscal incluidos en el escenario de referencia se basan en una evaluación de los presupuestos para 2025 y de los planes fiscales a medio plazo del Gobierno del ex primer ministro Michel Barnier. El 4 de diciembre, la Asamblea Nacional francesa aprobó una moción de censura contra el Gobierno y sus planes fiscales, cuyas consecuencias para los presupuestos de 2025 no están claras. En muchos países también se observan riesgos en el escenario de referencia derivados de posibles medidas adicionales, aún por concretar, que tengan que adoptarse para cumplir los requisitos del marco presupuestario revisado de la UE.

<sup>13</sup> Véanse las «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro, diciembre de 2024», publicadas en el sitio web del BCE el 12 de diciembre de 2024.

a la lenta traslación de las anteriores subidas de los tipos de interés habida cuenta de los largos vencimientos residuales de la deuda soberana viva. El componente cíclico se mantiene muy reducido y negativo hasta 2027, cuando pasa a ser ligeramente positivo. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de septiembre de 2024, el saldo presupuestario se ha revisado ligeramente al alza para 2024 y 2025, pero se mantiene sin variación para 2026.

**Gráfico 25**  
Saldo presupuestario y sus componentes



Fuentes: Cálculos del BCE y Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Euroistema para la zona del euro, diciembre de 2024.

Nota: Los datos se refieren al agregado del sector de Administraciones Públicas de los veinte países de la zona del euro.

**Se prevé que la orientación de la política fiscal de la zona del euro se endurezca de manera significativa en 2024 y, con la finalización del programa NGEU, también en 2027<sup>14</sup>.** La variación anual del saldo primario ajustado de ciclo, ajustado por las subvenciones concedidas a los países en el marco del programa NGEU, apunta a un endurecimiento sustancial (de 0,9 puntos porcentuales del PIB) de las políticas fiscales en la zona del euro en 2024. Ello se debe sobre todo a la retirada de gran parte de las medidas de apoyo adoptadas por los Gobiernos en respuesta a los precios de la energía y a la inflación, así como a importantes factores no discrecionales que reflejan una evolución favorable de los ingresos en algunos países. Se prevé que el tono de la política fiscal continúe endureciéndose en los próximos años, aunque solo de forma marginal en 2025 y 2026. En 2025, se espera que el efecto restrictivo de las medidas discrecionales se vea compensado por el dinamismo de la inversión pública y las transferencias fiscales, mientras que la reducción de las medidas discrecionales contribuiría al endurecimiento en 2026.

<sup>14</sup> La orientación fiscal refleja la dirección y el tamaño del estímulo proporcionado por las políticas fiscales a la economía, más allá de la reacción automática de las finanzas públicas al ciclo económico. Esta orientación se mide como la variación del saldo primario ajustado de ciclo, excluidas las ayudas públicas al sector financiero. Como el aumento de los ingresos presupuestarios asociado a las subvenciones del NGEU procedentes del presupuesto de la UE no tiene un impacto contractual en la demanda, el saldo primario ajustado de ciclo se ajusta para excluir esos ingresos. En el artículo titulado «*The euro area fiscal stance*», Boletín Económico, número 4, BCE, 2016, se presenta información más detallada sobre la orientación de la política fiscal de la zona del euro.

Cuando el programa NGEU concluya en 2027, se espera que la orientación fiscal se endurezca mucho más, 0,6 puntos porcentuales del PIB, principalmente como reflejo del supuesto de un descenso de la inversión pública y de las transferencias fiscales, anteriormente financiadas con subvenciones del NGEU. Como resultado, el tono fiscal se endurecería, en términos acumulados, 1,7 puntos porcentuales del PIB en el horizonte de proyección 2024-2027. En conjunto, no obstante, teniendo en cuenta el importante respaldo fiscal proporcionado desde la pandemia, la orientación de la política fiscal en términos acumulados durante el período 2020-2027 sigue siendo muy acomodaticia.

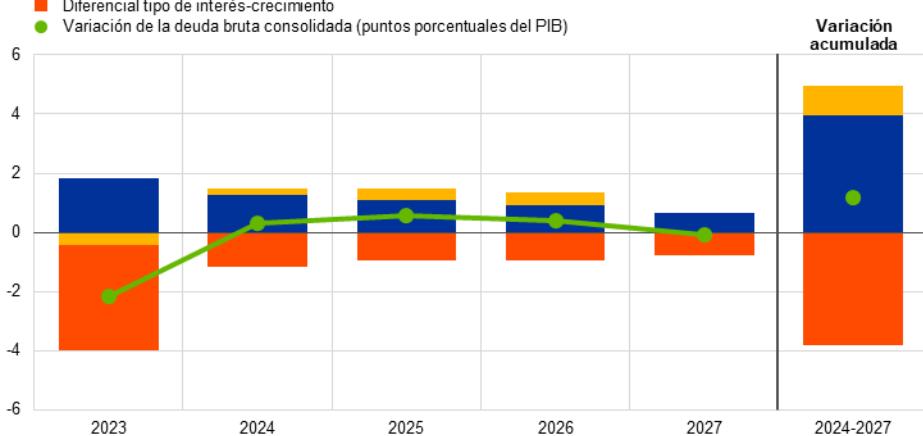
**Se prevé que la ratio de deuda en relación con el PIB de la zona del euro aumente con lentitud desde un nivel ya elevado y que se estabilice al final del horizonte de proyección (gráfico 26).** La ratio de deuda experimentó un alza significativa durante la pandemia, hasta situarse en torno al 97 % del PIB en 2020, y posteriormente descendió de forma gradual. De acuerdo con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2024, esta mejora está llegando a su fin. Actualmente se espera que la ratio de deuda aumente con lentitud desde el 87,4 % del PIB en 2023 hasta cerca del 88,7 % del PIB en 2027. El incremento previsto a lo largo del horizonte de proyección está impulsado por la persistencia de los déficits primarios y los ajustes positivos esperados entre déficit y deuda, que se ven compensados solo en parte por unos diferenciales tipo de interés-crecimiento favorables (negativos).

#### Gráfico 26

#### Factores determinantes de la variación de la deuda pública de la zona del euro

(porcentajes del PIB, salvo indicación en contrario)

- Saldo primario (-)
- Ajuste déficit-deuda
- Diferencial tipo de interés-crecimiento
- Variación de la deuda bruta consolidada (puntos porcentuales del PIB)



Fuentes: Cálculos del BCE y Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro, diciembre de 2024.

Nota: Los datos se refieren al agregado del sector de Administraciones Públicas de los veinte países de la zona del euro.

**El 26 de noviembre, la Comisión Europea puso en marcha el primer ciclo de coordinación de políticas con arreglo al nuevo marco de gobernanza económica con la publicación de su paquete de otoño.** Este paquete contiene la evaluación de la Comisión de los primeros planes estructurales de política fiscal a medio plazo presentados por los Estados miembros de la UE en el contexto del

nuevo marco de gobernanza que entró en vigor el 30 de abril. También incluye la evaluación de los proyectos de planes presupuestarios de los países de la zona del euro para 2025 realizada por la Comisión. Sin embargo, no todos los países de la zona presentaron sus planes presupuestarios a la Comisión, debido principalmente a sus ciclos electorales<sup>15</sup>. Además, en vista de los acontecimientos políticos que se han producido en algunos países, es posible que varios de esos proyectos ya hayan quedado obsoletos. Con todo, los Gobiernos deberían centrarse ahora en cumplir plenamente y sin retrasos los compromisos asumidos en este marco. Ello contribuiría a reducir los déficits presupuestarios y las ratios de deuda de forma sostenida, priorizando al mismo tiempo las reformas y las inversiones dirigidas a favorecer el crecimiento. Para que la productividad, la competitividad y la capacidad de resistencia de la economía aumenten, también es de crucial importancia adoptar sin demora políticas estructurales concretas y ambiciosas, basadas en las propuestas de Mario Draghi para mejorar la competitividad europea y en las propuestas de Enrico Letta para fortalecer el mercado único<sup>16</sup>.

<sup>15</sup> Bélgica, Alemania, Lituania y Austria no presentaron su plan estructural de política fiscal a medio plazo a la Comisión, mientras que Bélgica, España y Austria no presentaron el proyecto de plan presupuestario.

<sup>16</sup> Véanse M. Draghi, «[The future of European competitiveness](#)», septiembre de 2024, y E. Letta, «[Much more than a market – Speed, Security, Solidarity. Empowering the Single Market to deliver a sustainable future and prosperity for all EU Citizens](#)», abril de 2024