

Evolución económica, financiera y monetaria

Resumen

En su reunión del 30 de enero de 2025, el Consejo de Gobierno decidió bajar los tres tipos de interés oficiales del BCE 25 puntos básicos. En particular, la decisión de reducir 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, de la dinámica de la inflación subyacente y de la intensidad de la transmisión de la política monetaria.

El proceso de desinflación sigue avanzando. La inflación ha continuado mostrando una evolución en general acorde con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema para la zona del euro de diciembre de 2024 y probablemente retornará al objetivo del 2 % a medio plazo del Consejo de Gobierno a lo largo de 2025. La mayoría de los indicadores de la inflación subyacente sugieren que la inflación se estabilizará en torno al objetivo de forma sostenida. La inflación interna sigue siendo elevada, principalmente porque los salarios y los precios en algunos sectores están aún ajustándose a la anterior escalada de la inflación con un retraso considerable. No obstante, el crecimiento de los salarios se está moderando según lo esperado, y los beneficios están amortiguando en parte el impacto sobre la inflación.

Las recientes bajadas de los tipos de interés acordadas por el Consejo de Gobierno están abaratando gradualmente los créditos nuevos para las empresas y los hogares. Al mismo tiempo, las condiciones de financiación continúan siendo restrictivas, debido entre otras cosas a que la política monetaria también lo sigue siendo y a que las anteriores subidas de los tipos de interés siguen transmitiéndose al saldo vivo del crédito, con renovaciones a tipos de interés más elevados de algunos préstamos que vencen. La economía se enfrenta aún a factores adversos, pero la mejora de las rentas reales y la desaparición gradual de los efectos de la política monetaria restrictiva deberían con el tiempo respaldar una recuperación de la demanda.

El Consejo de Gobierno tiene la determinación de asegurar que la inflación se establezca de forma sostenida en su objetivo del 2 % a medio plazo, y 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 se estancó en el cuarto trimestre de 2024, según la estimación preliminar de avance de Eurostat, y es probable que se mantenga débil a corto plazo. Las encuestas indican que las manufacturas siguen contrayéndose, mientras se expande la actividad de los servicios. La confianza de los consumidores es débil y el aumento de las rentas reales aún no ha animado suficientemente a los hogares a incrementar su gasto de forma significativa.

No obstante, siguen dándose las condiciones para una recuperación. Aunque el mercado de trabajo se ha ralentizado en los últimos meses, mantiene su vigor, con una tasa de desempleo todavía en niveles bajos, el 6,3 % en diciembre. Un mercado de trabajo sólido y unas rentas más elevadas deberían reforzar la confianza de los consumidores y permitir un aumento del gasto. Con el tiempo, la mejora del acceso al crédito también debería estimular el consumo y la inversión. Si no se produce una escalada de las tensiones comerciales, las exportaciones deberían respaldar la recuperación a medida que aumenta la demanda mundial.

Las políticas fiscales y estructurales deberían mejorar la productividad, la competitividad y la capacidad de resistencia de la economía. El Consejo de Gobierno acoge con satisfacción la Brújula para la Competitividad presentada por la Comisión Europea, que proporciona un plan de acción concreto. Es de crucial importancia dar seguimiento, con nuevas políticas estructurales concretas y ambiciosas, a las propuestas de Mario Draghi para mejorar la competitividad europea y a las propuestas de Enrico Letta para fortalecer el mercado único. Los Gobiernos deberían cumplir plenamente y sin retrasos los compromisos asumidos en el marco de gobernanza económica de la UE. Ello 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

La inflación interanual aumentó hasta el 2,4 % en diciembre de 2024, desde el 2,2 % en noviembre. Como en los dos meses anteriores, este incremento era esperado y reflejó principalmente las acusadas caídas anteriores de los precios de la energía que habían quedado fuera del cálculo. Además de una subida intermensual en diciembre, esto dio lugar a un ligero aumento de los precios de la energía en términos interanuales, tras cuatro descensos consecutivos. La inflación de los precios de los alimentos descendió hasta el 2,6 % y la de los bienes hasta el 0,5 %, mientras que la de los servicios subió hasta el 4,0 %.

La evolución de la mayor parte de los indicadores de la inflación subyacente es acorde con un retorno sostenido de la inflación al objetivo a medio plazo del Consejo de Gobierno. La inflación interna, que sigue de cerca la senda de la inflación de los servicios, continúa siendo elevada, porque los salarios y los precios de algunos servicios están aún ajustándose a la anterior escalada de la inflación con un retraso

considerable. Al mismo tiempo, las señales recientes apuntan a una moderación continuada de las presiones salariales y al efecto amortiguador de los beneficios.

El Consejo de Gobierno espera que la inflación fluctúe en torno a su nivel actual a corto plazo. Más adelante debería estabilizarse en torno al objetivo del 2 % a medio plazo de forma sostenida. La relajación de las presiones sobre los costes laborales y el continuo impacto del anterior endurecimiento de la política monetaria del Consejo de Gobierno en los precios de consumo deberían favorecer este proceso. Aunque las disminuciones de los indicadores de mercado de la compensación por inflación observadas en el otoño de 2024 han revertido en gran medida, la mayor parte de los indicadores de las expectativas de inflación a largo plazo continúan en torno al 2 %.

Evaluación de riesgos

Los riesgos para el crecimiento económico siguen apuntando a la baja. Un aumento de las fricciones en el comercio internacional podría lastrar el crecimiento de la zona del euro al frenar las exportaciones y debilitar la economía mundial. Un 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 interrupciones en el suministro de energía y afectar aún más al comercio internacional. 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 se incrementan más de lo previsto. 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 interrupciones en el comercio internacional. 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 bajos 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. Un aumento de las fricciones en el comercio internacional 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 aumentado desde la reunión del Consejo de Gobierno del 12 de diciembre de 2024, debido en parte a la subida de los tipos de interés en los mercados financieros mundiales. 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 descendió hasta el 4,5 % en noviembre, mientras que el coste de la emisión de valores de renta fija se mantuvo en el 3,6 %. El tipo medio de las nuevas hipotecas se redujo hasta el 3,5 %.

El crecimiento del crédito bancario a empresas avanzó hasta el 1,5 % en diciembre, desde el 1,0 % de noviembre, como reflejo de un intenso flujo mensual. El crecimiento de las emisiones de valores representativos de deuda por parte de las empresas se moderó y se situó en el 3,2 % en términos interanuales. Los préstamos hipotecarios continuaron aumentando gradualmente, aunque se mantuvieron en general contenidos, con una tasa de crecimiento interanual del 1,1 %.

Los criterios de aprobación de los créditos a empresas volvieron a endurecerse en el cuarto trimestre de 2024, tras haberse estabilizado en líneas generales en los cuatro trimestres anteriores, como indica la encuesta sobre préstamos bancarios de enero de 2025. Este nuevo endurecimiento se debió principalmente a la mayor preocupación de los bancos por los riesgos que afrontan sus clientes y a su menor disposición a asumir riesgos. La demanda de préstamos por parte de las empresas se incrementó ligeramente en el cuarto trimestre, pero en conjunto se mantuvo débil. Los criterios de aprobación de las hipotecas permanecieron en general sin cambios, tras tres trimestres de relajación, mientras que la demanda de hipotecas volvió a aumentar con fuerza, debido principalmente a unos tipos de interés más atractivos.

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 redujeron hasta el 2,75 %, el 2,90 % y el 3,15 %, respectivamente, con efectos a partir del 5 de febrero de 2025.

El tamaño de las carteras del programa de compras de activos y del programa de compras de emergencia frente a la pandemia está disminuyendo a un ritmo medido y predecible, dado que el Eurosistema ha dejado de reinvertir el principal de los valores que van venciendo.

El 18 de diciembre 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 (TLTRO), lo que pone fin a esta parte del proceso de normalización del balance.

Conclusión

En su reunión del 30 de enero de 2025, el Consejo de Gobierno decidió bajar los tres tipos de interés oficiales del BCE 25 puntos básicos. En particular, la decisión de reducir 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, de la dinámica de la inflación subyacente y de la intensidad de la transmisión de la política monetaria. El Consejo de Gobierno tiene la determinación de asegurar que la inflación se establezca de forma sostenida en su objetivo del 2 % a medio plazo, y 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 establezca de forma sostenida en su objetivo a medio plazo y preservar el buen funcionamiento de la transmisión de la política monetaria.

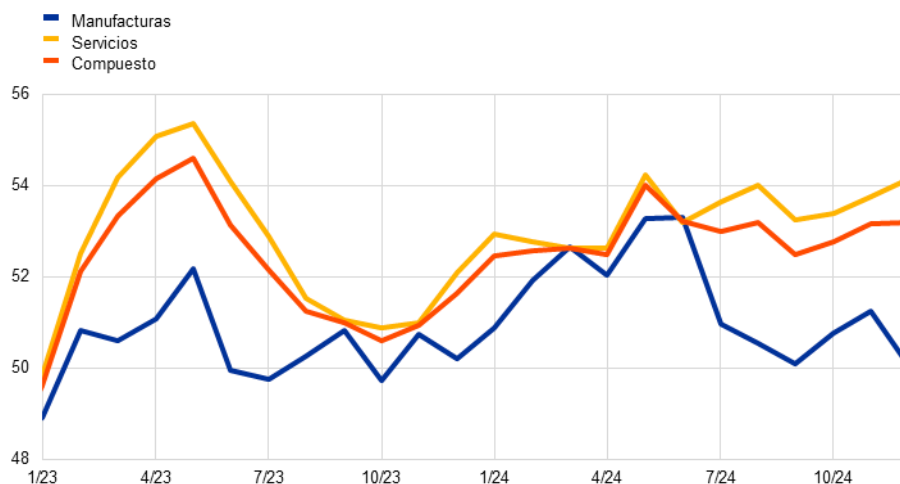
Durante el período de referencia comprendido entre el 12 de diciembre de 2024 y el 29 de enero de 2025, la actividad económica mundial mantuvo su vigor, aunque fue desigual en los distintos sectores y regiones. El crecimiento del comercio global se moderó al final de 2024, aunque el buen comportamiento de las importaciones de Estados Unidos, posiblemente en vista de la creciente incertidumbre sobre las políticas comerciales futuras, siguió siendo un determinante importante de la dinámica del comercio internacional. La inflación general mundial se incrementó, debido, en gran parte, a la subida de los precios de la energía, pero la inflación subyacente continuó descendiendo gradualmente.

El crecimiento de la actividad global ha mantenido su vigor, aunque ha sido desigual en los distintos sectores y regiones, y esta tendencia habría continuado a comienzos de 2025. En diciembre de 2024, el índice de directores de compras (PMI) compuesto de actividad global (excluida la zona del euro) permaneció en un nivel estable de 53,2, sin variación con respecto a noviembre (gráfico 1). El fuerte avance de los servicios se vio contrarrestado por la persistente debilidad de las manufacturas (el PMI de producción manufacturera se situó en el valor neutral de 50). Esta evolución refleja, sobre todo, una desaceleración del ciclo de producción industrial de las economías avanzadas, donde el PMI de producción cayó hasta situarse en 47,2. En las economías emergentes, se mantuvo por encima del valor neutral, a pesar de registrar una leve contracción con respecto a los meses anteriores. Los datos disponibles sobre la producción industrial confirman estas diferencias regionales. Así pues, las tasas de variación de tres meses sobre los tres meses anteriores indican una contracción marginal en las economías avanzadas y una expansión moderada en las emergentes. Esta evolución se tradujo en un crecimiento de la producción global del sector de las manufacturas del 1,1 % en noviembre. En general, los modelos de previsión a corto plazo (*nowcasting*) del BCE señalan un avance intertrimestral sostenido de alrededor del 1 % en el cuarto trimestre de 2024 y del 1,1 % en el primer trimestre de 2025.

Gráfico 1

PMI de actividad global (excluida la zona del euro)

(índices de difusión)



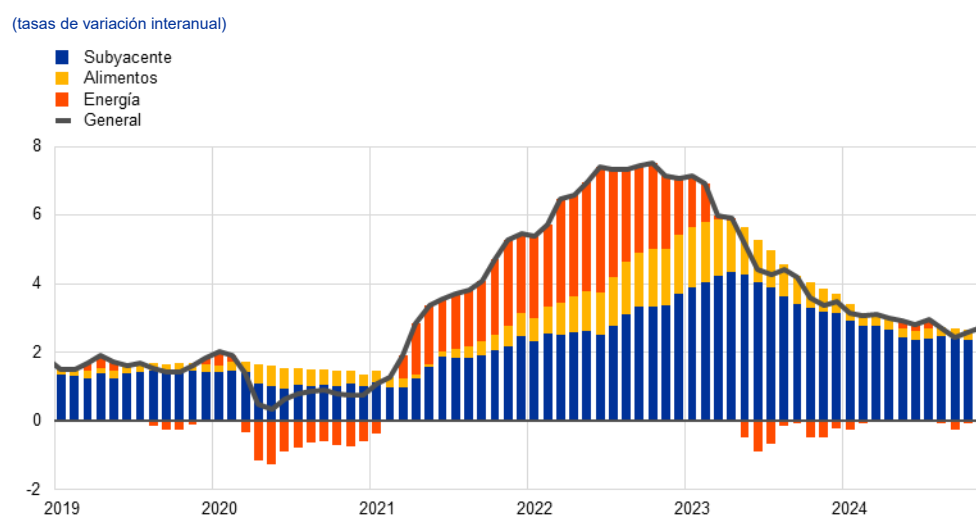
Fuentes: S&P Global Market Intelligence y cálculos del BCE.
Nota: Las últimas observaciones corresponden a diciembre de 2024.

El crecimiento del comercio internacional se moderó al final de 2024, aunque el fuerte avance de las importaciones estadounidenses continuó aportando algunos efectos favorables. En general, los modelos de previsión a corto plazo del BCE señalan que el comercio mundial creció, en promedio, un 0,7 % en el cuarto trimestre de 2024 y en el primer trimestre de 2025. Esta evolución representa una moderación con respecto a las altas tasas medias de crecimiento del 1,5 % registradas en el segundo y tercer trimestre de 2024, cuando los temores sobre las huelgas portuarias y la preocupación por las disrupciones en la cadena de suministro antes de la temporada navideña, en particular en Estados Unidos, provocaron un repunte de las importaciones. Si bien esos temores se disiparon posteriormente en cierta medida, las importaciones estadounidenses siguieron siendo elevadas al final del año, posiblemente como consecuencia de la incertidumbre acerca de las políticas comerciales de la nueva Administración estadounidense. Los nuevos datos disponibles de los puertos de Los Ángeles y Long Beach apuntan a un incremento considerable del número de buques de carga procedentes de China en la segunda mitad de 2024 en comparación con el mismo período del año anterior. En conjunto, los datos granulares sugieren que las importaciones estadounidenses siguieron siendo un motor importante del crecimiento del comercio internacional en el cuarto trimestre de 2024. De cara al futuro, aunque los esfuerzos por anticiparse a las posibles restricciones comerciales podrían continuar favoreciendo el comercio al comienzo del primer trimestre de 2025, más adelante podrían materializarse factores adversos —por ejemplo, si se introducen nuevos aranceles y si dejan de adelantarse las importaciones—. Los nuevos pedidos exteriores de las manufacturas disminuyeron en diciembre de 2024, lo que indica una persistente debilidad del ciclo manufacturero, así como señales incipientes de una ralentización del crecimiento del comercio mundial.

En los países miembros de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), la inflación general ha aumentado, pero la

subyacente continúa descendiendo. En noviembre de 2024, la tasa de inflación interanual medida por el índice de precios de consumo (IPC) en los países pertenecientes a la OCDE (excluida Turquía) se incrementó hasta situarse en el 2,7 %, desde el 2,6 % registrado el mes anterior (gráfico 2). Este repunte de la inflación general se debió, en gran parte, a la subida de los precios energéticos, mientras que la contribución de los precios de los alimentos se mantuvo prácticamente estable. Sin embargo, la inflación subyacente, que excluye los precios de la energía y de los alimentos, se redujo ligeramente hasta situarse en el 3,1 %, por lo que siguió retornando lentamente a las medias históricas. De cara al futuro, el avance de las importaciones y de la demanda de servicios de transporte marítimo ha empezado a afectar a las tarifas de esta modalidad de transporte, que comenzaron a aumentar en el último trimestre de 2024, pero siguen situándose por debajo del máximo alcanzado en julio de ese año. En general, los nuevos riesgos al alza para la inflación permanecen contenidos a corto plazo.

Gráfico 2
Inflación medida por el IPC en la OCDE



Fuentes: OCDE y cálculos del BCE.

Notas: El agregado de la OCDE no incluye Turquía y se calcula utilizando ponderaciones anuales del IPC de la OCDE. Las últimas observaciones corresponden a noviembre de 2024.

Durante el período de referencia comprendido entre el 12 de diciembre de 2024 y el 29 de enero de 2025, los precios del Brent registraron un ascenso del 4,7 %, mientras que los precios europeos del gas aumentaron un 14,6 %. La subida de los precios del petróleo se vio impulsada principalmente por factores de oferta asociados a las recientes sanciones impuestas por Estados Unidos a los flujos de crudo ruso, así como por las señales incipientes de fricciones relacionadas con las exportaciones de Irán. El incremento de los precios del gas en Europa fue atribuible a una combinación de factores de oferta y de demanda. Por el lado de la oferta, la expiración del acuerdo de tránsito entre Rusia y Ucrania impulsó los precios al alza, aunque era algo ampliamente esperado. Las presiones de oferta también se vieron intensificadas por las interrupciones registradas en una planta de gas natural licuado de Noruega. Por el lado de la demanda, las temperaturas más bajas de lo habitual a finales de diciembre provocaron un aumento del consumo.

Como resultado, al cierre de 2024, los niveles de almacenamiento de gas en Europa habían caído por debajo de los registrados al final de 2022 y 2023 y antes de la crisis energética. Los precios de los metales se mantuvieron estables durante el período de referencia, dado que las importaciones intensivas en metales por motivos de precaución procedentes de China compensaron la incertidumbre a más largo plazo acerca de las políticas arancelarias de Estados Unidos. Los precios de los alimentos ascendieron un 5,9 % debido a la subida de los precios del maíz y del cacao.

La actividad en Estados Unidos mantiene su fortaleza, aunque las perspectivas de inflación se han vuelto más inciertas. El PIB real se desaceleró en el último trimestre de 2024, pero siguió mostrando solidez, con un crecimiento intertrimestral del 0,6 %, frente al 0,8 % registrado en el trimestre anterior¹. El gasto en consumo personal (PCE, por sus siglas en inglés) continuó impulsando la demanda interna, que se incrementó adicionalmente tanto para los bienes como para los servicios, sobre todo como consecuencia del aumento de la renta real disponible. En cambio, la inversión privada frenó la actividad, puesto que la inversión no residencial cayó en términos intertrimestrales como resultado de la menor contribución de las ramas de material de transporte y equipo informático, aunque esta contribución se vio compensada en gran medida por un incremento de la inversión residencial. El mercado de trabajo estadounidense sigue enfriándose, pero continúa mostrando capacidad de resistencia. En Estados Unidos, el número de empleados en el sector no agrícola se incrementó en 256.000 en diciembre, en un contexto de volatilidad en el último trimestre de 2024, que se vio afectado por huracanes y huelgas. En conjunto, en 2024 se crearon 2,2 millones de puestos de trabajo, menos que los 3 millones registrados en 2023. La tasa de paro descendió ligeramente hasta situarse en el 4,1 % en diciembre, frente al 4,2 % de noviembre, mientras que la tasa de actividad permaneció inalterada en el 62,5 % con pocas fluctuaciones durante el año. El crecimiento de los salarios cayó levemente hasta el 3,9 % en tasa interanual, y continuó aproximándose al rango del 3 %-3,5 % que la Reserva Federal considera compatible con su objetivo de inflación. La inflación medida por el PCE en Estados Unidos se elevó en noviembre, hasta el 2,4 %, debido a la subida de los precios energéticos, mientras que la inflación subyacente medida por el PCE se mantuvo en el 2,8 % y los servicios que la componen descendieron hasta situarse en el 2,5 %. El IPC de diciembre apunta a un ligero incremento de la inflación general medida por el PCE y a un descenso adicional de la inflación subyacente medida por el PCE a corto plazo. En conjunto, las principales fuentes de inflación se están moderando en Estados Unidos, dado que se espera que el crecimiento salarial permanezca en una senda descendente y los alquileres han continuado disminuyendo en general. En la reunión del Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal (FOMC, por sus siglas en inglés) celebrada el 29 de enero de 2025, los miembros del FOMC consideraron que los riesgos a la baja para el mercado de trabajo se habían reducido en un contexto de aumento de la incertidumbre sobre las perspectivas de inflación, en particular con

¹ La estimación de avance del PIB para el cuarto trimestre de 2024 se publicó el 30 de enero de 2025, un día después de la fecha límite de recepción de los datos incluidos en este Boletín Económico.

respecto al impacto de los cambios propuestos en las políticas comercial e inmigratoria.

En China, la actividad repuntó al final de 2024, pero la demanda interna sigue siendo débil. El ritmo de avance intertrimestral del PIB aumentó hasta el 1,6 % en el cuarto trimestre de 2024, desde el 1,3 % registrado en el trimestre anterior. Los indicadores mensuales de diciembre pusieron de relieve que la recuperación del PIB y de la producción industrial estuvo impulsada principalmente por un programa gubernamental para sustituir bienes de consumo por nuevos productos del mismo tipo con descuento, así como por un repunte de las exportaciones. A pesar de la última mejora, las ventas al por menor siguen en niveles bajos, puesto que la confianza persistentemente negativa de los consumidores continúa lastrando una recuperación del gasto más generalizada. Los anuncios recientes sobre las políticas señalan un mayor apoyo fiscal y monetario este año. Entretanto, en el mercado inmobiliario se están observando algunos indicios localizados de estabilización, aunque los principales indicadores siguen mostrando debilidad. Las exportaciones han continuado creciendo, sobre todo a Estados Unidos, aunque los exportadores chinos están cada vez más preocupados por la creciente incertidumbre en torno al comercio. En diciembre, la tasa de variación de los precios de consumo en China volvió a desacelerarse hasta situarse en el 0,1 %, frente al 0,2 % de noviembre, mientras que la correspondiente a los precios de producción se mantuvo en terreno negativo. En promedio, los precios de producción se contrajeron un 2,2 % en 2024, lo que llevó a una dinámica significativamente bajista de los precios de exportación de China.

La actividad en el Reino Unido sigue siendo débil en un contexto de inflación persistente. La economía de dicho país continuó falta de dinamismo en el cuarto trimestre de 2024. Tras un descenso inesperado en octubre, el PIB real del Reino Unido creció marginalmente en noviembre, por lo que fue nulo en los tres meses transcurridos hasta noviembre, tras un crecimiento ya estancado en el tercer trimestre. La inflación general medida por el IPC registró una ligera disminución y se situó en el 2,5 % en diciembre, frente al 2,6 % en noviembre, en parte como reflejo de la menor tasa de variación de los precios de los servicios. Se espera que la inflación se mantenga por encima del objetivo a lo largo de 2025, impulsada por el aumento del gasto público y por la subida de los impuestos sobre el trabajo, así como por la reversión continuada de los efectos de base relacionados con la energía. En consonancia con el incremento previsto de la inflación, las expectativas de las empresas relativas al avance de los precios durante el próximo año aumentaron en noviembre y en diciembre. Esta tendencia es acorde con el repunte de las expectativas de inflación de los hogares, que podría estar contribuyendo a que persistan las presiones inflacionistas de origen interno. En su reunión de diciembre, el Banco de Inglaterra mantuvo su tipo de interés oficial en el 4,75 %.

El producto de la zona del euro se estancó en el cuarto trimestre de 2024. Aunque la desagregación del gasto no está disponible aún, los indicadores coyunturales apuntan a unas contribuciones positivas del consumo privado y público, que se habrían visto contrarrestadas en gran medida por la caída de la inversión, junto con una aportación prácticamente neutral de la demanda exterior neta. Por sectores, es probable que la industria siguiera contrayéndose a finales de 2024, mientras que los servicios mostraron un crecimiento moderado. Los datos procedentes de encuestas señalan una expansión moderada y continuada encabezada por los servicios en el primer trimestre de 2025. Asimismo, estos indicadores sugieren que persiste la debilidad del sector industrial, en un contexto de falta de dinamismo de la demanda de bienes, de impacto del anterior endurecimiento de la política monetaria y de elevada incertidumbre en torno a la política comercial. Esta debilidad se refleja actualmente en la contracción de la demanda de trabajo en dicho sector. Se espera que la actividad de la zona del euro se fortalezca a medio plazo. El crecimiento debería verse respaldado por un repunte del consumo debido a la resiliencia que aún muestran los mercados de trabajo y a la disminución de la inflación. El fortalecimiento de la demanda externa y la progresiva desaparición de los efectos moderadores del anterior endurecimiento de la política monetaria también deberían sustentar el crecimiento de cara al futuro. Sin embargo, las perspectivas económicas están sujetas a una elevada incertidumbre.

El producto de la zona del euro se estancó en el cuarto trimestre de 2024, según la estimación preliminar de avance de Eurostat (gráfico 3). El PIB real registró un crecimiento intertrimestral nulo en el cuarto trimestre de 2024, tras tres trimestres consecutivos de avances positivos². Se estima que el PIB creció un 0,7 % en el conjunto de 2024³. Aunque la desagregación del gasto no está disponible aún, los indicadores coyunturales y los datos disponibles de cada país apuntan a unas contribuciones positivas del consumo privado y público, que se habrían visto contrarrestadas por la caída de la inversión, mientras que la aportación de la demanda exterior neta fue prácticamente neutral. Asimismo, es probable que la debilidad del sector industrial persistiera, mientras que los servicios mostraron más capacidad de resistencia. La dinámica de crecimiento en el cuarto trimestre siguió siendo desigual entre las economías principales de la zona del euro: el PIB aumentó un 0,8 %, en tasa intertrimestral, en España, mientras que se contrajo un 0,2 % en Alemania y un 0,1 % en Francia, se mantuvo estable en Italia y disminuyó un 1,3 % en Irlanda. El resultado del cuarto trimestre para la zona del euro genera un efecto arrastre del 0,3 % sobre el crecimiento anual de 2025⁴.

² La fecha límite de recepción de los datos incluidos en este Boletín Económico fue el 29 de enero de 2025, excepto para los datos del PIB, cuya fecha de cierre fue el 30 de enero.

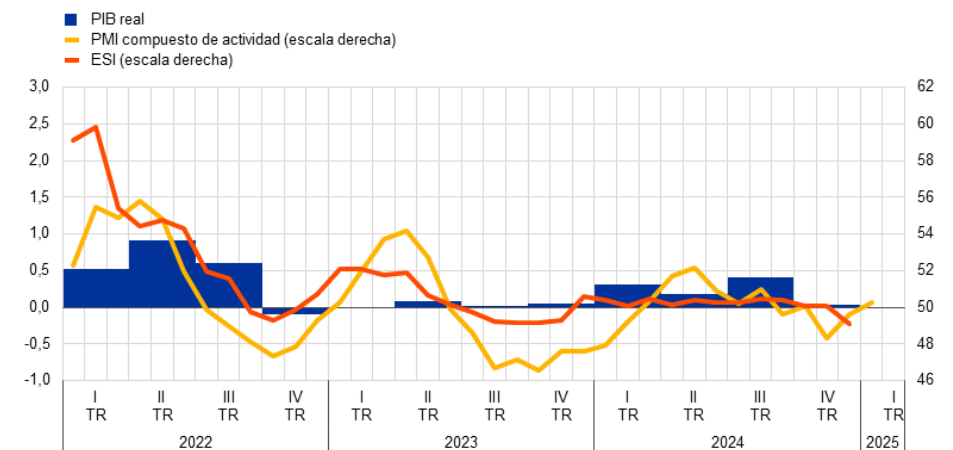
³ La tasa de crecimiento interanual se basa en cifras desestacionalizadas y ajustadas de efectos de calendario. No se dispone de datos sin ajustar para todos los Estados miembros incluidos en las estimaciones preliminares del PIB.

⁴ Esto implica que el PIB crecería un 0,3 % en 2025 si todas las tasas de crecimiento intertrimestral de este año fueran cero (es decir, si el PIB intertrimestral se mantuviera en el mismo nivel que en el cuarto trimestre de 2024).

Gráfico 3

PIB real de la zona del euro, PMI compuesto de actividad y ESI

(escala izquierda: tasas de variación intertrimestral; escala derecha: índice de difusión)



Fuentes: Eurostat, Comisión Europea y S&P Global.

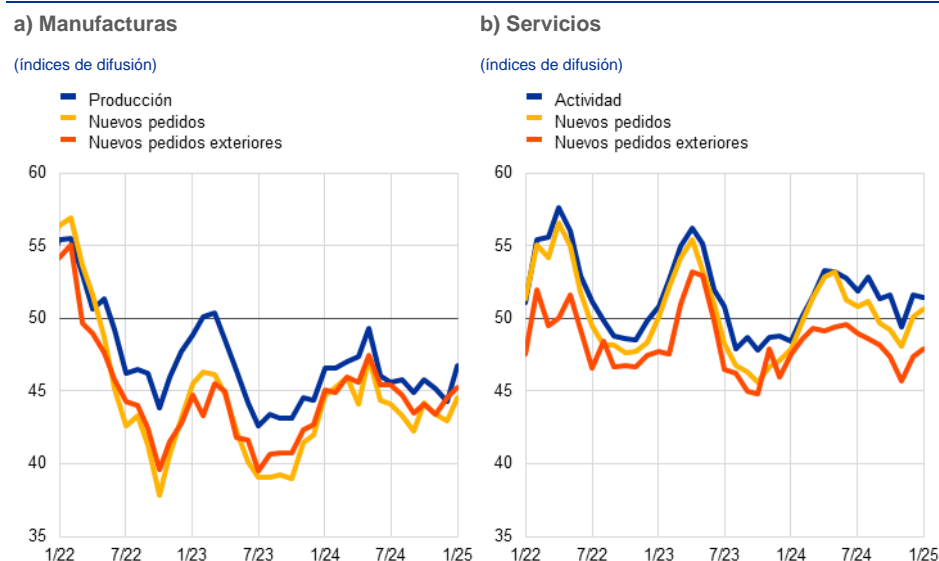
Notas: Las dos líneas indican la evolución mensual; las barras representan los datos trimestrales. El indicador de sentimiento económico (ESI) de la Comisión Europea se normaliza y reescala para presentar la misma media y desviación típica que el índice de directores de compras (PMI) compuesto de actividad. Las últimas observaciones corresponden al cuarto trimestre de 2024 para el PIB real, a enero de 2025 para el PMI compuesto de actividad y a diciembre de 2024 para el ESI.

Los datos procedentes de encuestas señalan una expansión moderada y continuada encabezada por los servicios en el primer trimestre de 2025.

Aunque los datos económicos con incidencia en el primer trimestre son escasos, el último índice de directores de compras (PMI) ofrece algunas indicaciones preliminares de la evolución registrada a principios de año. El PMI compuesto de actividad se situó en 50,2 en enero, frente a un valor promedio de 49,3 en el cuarto trimestre de 2024. Por sectores, el PMI de producción de las manufacturas permaneció en terreno contractivo en enero, aunque mejoró con respecto al cuarto trimestre de 2024 (panel a del gráfico 4). El índice de nuevos pedidos, que debería ser más prospectivo, mostró un patrón similar. En general, estos indicadores sugieren que la debilidad del sector industrial persistirá en el futuro, como consecuencia de la falta de dinamismo de la demanda de bienes y del impacto del anterior endurecimiento de la política monetaria. Los datos del PMI de servicios, que hasta ahora han liderado la recuperación de la actividad, siguen apuntando a un crecimiento positivo tanto de la actividad como de los nuevos pedidos (panel b del gráfico 4). La evolución del PMI sugiere que es probable que las recientes divergencias entre sectores persistan a corto plazo. Los resultados principales de los contactos recientes del BCE con sociedades no financieras señalan un escaso dinamismo de la actividad empresarial a corto plazo, con una producción manufacturera estancada o en descenso junto con un crecimiento más resiliente de la actividad de los servicios (véase [recuadro 5](#)). También se espera que la incertidumbre generalizada sobre la política económica lastre las perspectivas de crecimiento en los primeros meses de 2025. Aunque esta narrativa a corto plazo se refleja en la encuesta más reciente del BCE a expertos en previsión económica (realizada en enero), los encuestados siguen anticipando una recuperación gradual de la actividad económica en los próximos trimestres.

Gráfico 4

PMI de distintos sectores de la economía



Fuente: S&P Global Market Intelligence.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a enero de 2025.

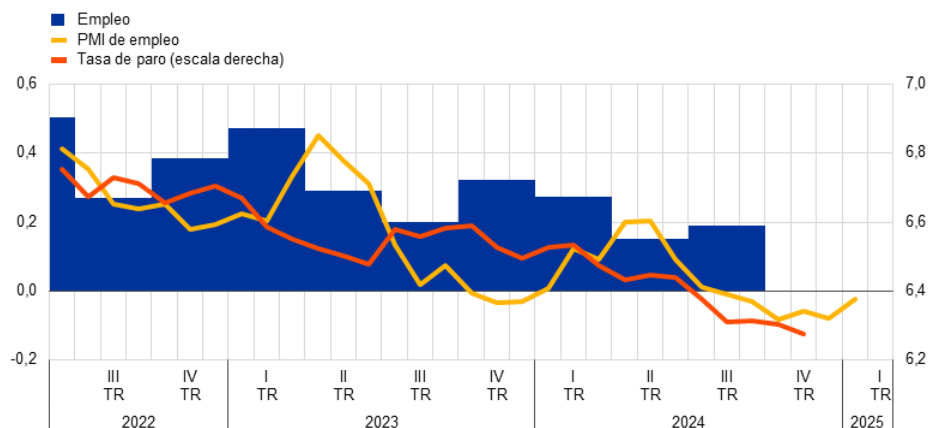
La tasa de paro permanece en niveles reducidos, pese a que se observan señales de una desaceleración gradual del mercado de trabajo.

La tasa de desempleo se mantuvo en el mínimo histórico del 6,3 % en noviembre, sin variación con respecto a octubre (gráfico 5). Uno de los factores determinantes de la caída de esta tasa en los dos últimos años ha sido el cambio en la composición de la población activa hacia trabajadores de más edad y con un nivel educativo más alto (véase recuadro 3). Con todo, el mercado laboral sigue mostrando señales de un enfriamiento paulatino. El crecimiento de la población activa, que ha sido un motor fundamental del avance del empleo en el período pospandemia, probablemente se estabilizó en el cuarto trimestre de 2024 en un nivel inferior al observado en los últimos trimestres, pero continúa siendo elevado en comparación con las tasas medias registradas hasta 2019. Al mismo tiempo, la demanda de trabajo está disminuyendo. El número de vacantes sin cubrir publicadas en el sitio web de empleo Indeed siguió siendo significativamente inferior al observado a principios de 2024, mientras que el número de nuevas ofertas de empleo descendió a lo largo de diciembre.

Gráfico 5

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

(escala izquierda: tasas de variación intertrimestral, índice de difusión; escala derecha: porcentajes de la población activa)



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

Notas: Las dos líneas indican la evolución mensual; las barras representan los datos trimestrales. El PMI está expresado en desviaciones respecto a 50, divididas por 10. Las últimas observaciones corresponden al tercer trimestre de 2024 para el empleo, a enero de 2025 para el PMI de empleo y a noviembre de 2024 para la tasa de paro.

Los indicadores coyunturales sugieren que el mercado de trabajo seguirá enfriándose en el primer trimestre de 2025.

El PMI mensual compuesto de empleo aumentó hasta situarse en 49,8 en enero, desde 49,2 en diciembre, y se mantuvo en torno al valor neutral de 50 puntos (gráfico 5). El valor del indicador compuesto ocultó una evolución dispar en los sectores. La percepción del crecimiento del empleo se tornó más negativa en las manufacturas, mientras que repuntó y se situó en terreno expansivo en el sector servicios. Con todo, el PMI de empleo de este sector se mantiene muy por debajo de su media de 2024. Esta evidencia procedente de los PMI de unas débiles perspectivas de empleo es acorde con los resultados de los contactos recientes del BCE con sociedades no financieras (véase [recuadro 5](#)). En general, el menor dinamismo del empleo debería favorecer una recuperación gradual de la productividad del trabajo en adelante.

El consumo privado real aumentó un 0,7 % en el tercer trimestre de 2024, como reflejo del vigoroso crecimiento de la renta y la disminución de la elevada tasa de ahorro de los hogares.

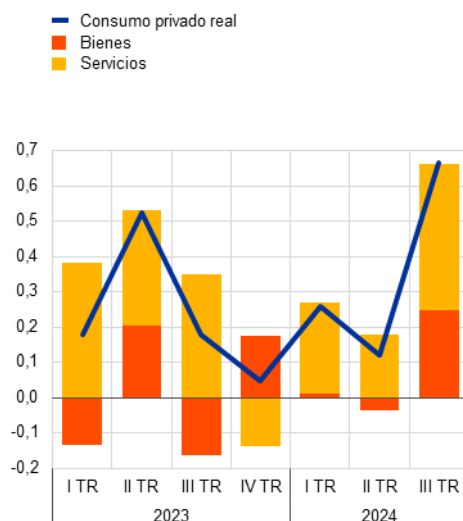
Tras crecer un 0,1 %, en promedio, en los cuatro trimestres anteriores, el gasto de los hogares se vio impulsado por la fortaleza de la demanda de servicios en el tercer trimestre de 2024, en parte relacionada con factores transitorios (como los Juegos Olímpicos y Paralímpicos de París 2024) (panel a del gráfico 6). La moderación de la tasa de variación de los precios de los alimentos y la energía contribuyó a que el consumo de bienes también repuntara. La tasa de ahorro de los hogares descendió, pero se mantuvo elevada —en el 15,2 %— en el tercer trimestre, debido al efecto positivo sobre el ahorro del aumento sostenido de la renta real, de unas condiciones financieras todavía restrictivas, de la escasa confianza y de la elevada incertidumbre (panel b del gráfico 6). El crecimiento de la renta de los hogares siguió estando impulsado por la sólida remuneración del trabajo.

Gráfico 6

Renta, consumo y ahorro de los hogares

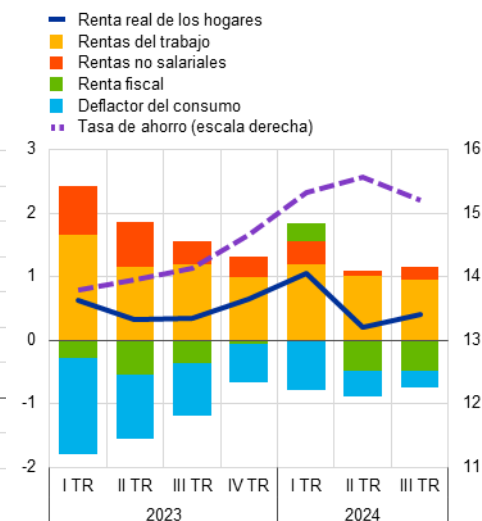
a) Consumo privado real

(tasas de variación intertrimestral y contribuciones en puntos porcentuales)



b) Renta y ahorro

(tasas de variación intertrimestral y contribuciones en puntos porcentuales; porcentaje de la renta bruta disponible)



Fuentes: Eurostat, Comisión Europea y cálculos del BCE.

Notas: En el panel a, el consumo privado real se refiere al concepto nacional y los componentes aluden al concepto interno de consumo. Las últimas observaciones corresponden al tercer trimestre de 2024. En el panel b, las rentas del trabajo se calculan como la remuneración de los asalariados, y las rentas no salariales incluyen rentas del trabajo por cuenta propia, ingresos netos por intereses, dividendos y alquileres; la renta fiscal se mide como un residuo. Las últimas observaciones corresponden al tercer trimestre de 2024.

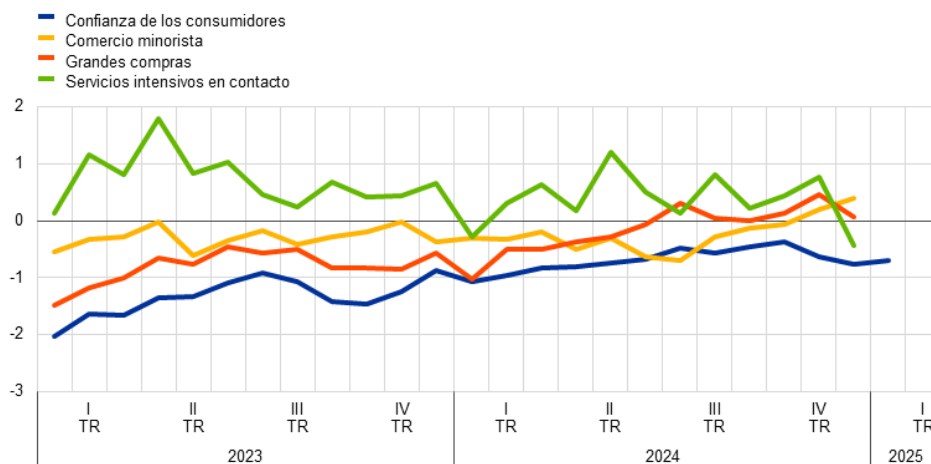
Es probable que el crecimiento del gasto de los hogares se redujera en torno al cambio de año, también como consecuencia de la desaparición de los factores transitorios observados en el tercer trimestre.

El volumen de ventas minoristas registró una evolución débil a principios del cuarto trimestre de 2024, lo que sugiere una probable moderación de la expansión del consumo privado a finales de año. Las encuestas apuntan también a un crecimiento sostenido, aunque menor, del gasto de los hogares en torno al cambio del año. El indicador de confianza de los consumidores de la Comisión Europea repuntó en enero de 2025 (gráfico 7), pero se mantuvo en niveles reducidos, debido a la debilidad de las expectativas sobre la situación económica general y la situación financiera de los hogares en los doce meses siguientes, en un contexto de incertidumbre aún elevada. Las expectativas empresariales sobre los servicios intensivos en contacto disminuyeron y se situaron por debajo de su media histórica en diciembre de 2024, lo que señala un descenso de la demanda de servicios en el primer trimestre de 2025. En cambio, las expectativas sobre el comercio minorista en los tres meses siguientes volvieron a mejorar en diciembre, y la última encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores apunta a que el gasto previsto en vacaciones en los próximos doce meses todavía es sólido. Aunque las expectativas de los consumidores sobre el gasto en grandes compras en los doce meses siguientes se moderaron en diciembre, siguieron siendo acordes con su media previa a la pandemia. En general, la mejora del poder adquisitivo y de la percepción de los hogares sobre su renta real debería ser el principal factor impulsor de un crecimiento continuado del consumo privado (véase [recuadro 2](#)).

Gráfico 7

Confianza de los consumidores y expectativas

(saldos netos normalizados)



Fuentes: Eurostat, Comisión Europea y cálculos del BCE.

Notas: Las expectativas empresariales sobre la demanda de servicios intensivos en contacto y las expectativas sobre el comercio minorista se refieren a los tres meses siguientes, mientras que las expectativas de los consumidores sobre el gasto en grandes compras se refieren a los doce meses siguientes. La primera serie se normaliza para el período enero 2005-2019 por motivos de disponibilidad de datos, mientras que las otras tres series representadas en el gráfico se normalizan para el período 1999-2019. «Servicios intensivos en contacto» incluye servicios de alojamiento, turismo y viajes, y restauración. Las últimas observaciones corresponden a enero de 2025 para la confianza de los consumidores y a diciembre de 2024 para los demás elementos.

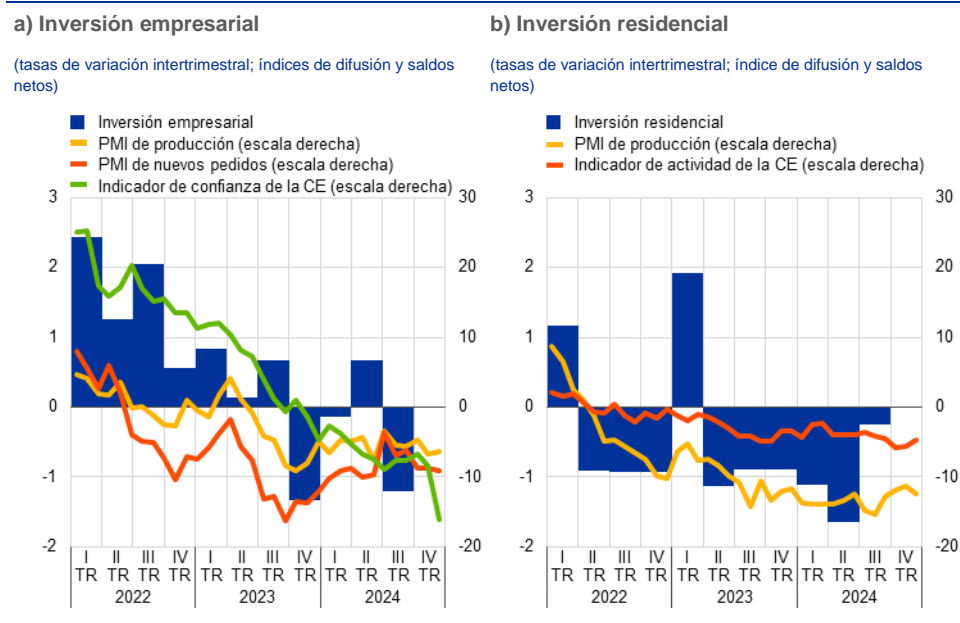
La inversión empresarial continuó falta de dinamismo en torno al cambio de año.

La inversión empresarial (aproximada por la inversión sin construcción, excluidos los activos intangibles en Irlanda) se contrajo un 1,2 % en tasa intertrimestral en el tercer trimestre de 2024, en un contexto de volatilidad elevada. Al mismo tiempo, la inversión en maquinaria descendió por tercer trimestre consecutivo y la inversión en transporte retrocedió, tras registrar un repunte modesto en la primera mitad del año. La inversión en activos intangibles siguió creciendo a un ritmo moderado. En el sector de bienes de equipo, la producción y los nuevos pedidos volvieron a caer en el cuarto trimestre, mientras que la confianza industrial entre los productores de bienes de equipo se redujo drásticamente hasta un mínimo que no se observaba desde 2020 (panel a del gráfico 8). Los datos de encuestas más amplias, publicadas principalmente a finales de 2024, no sugieren un repunte inminente de la inversión empresarial a principios de 2025, aunque encuestas más prospectivas anticipan mejoras más adelante. Las presentaciones de resultados (*earnings calls*) correspondientes al cuarto trimestre de 2024 apuntan a un continuo deterioro del sentimiento inversor y del sentimiento sobre los beneficios empresariales desde principios de 2024. El PMI de expectativas de producción en los doce meses siguientes y los indicadores de utilización de la capacidad productiva del conjunto de la economía publicados por la Dirección General de Asuntos Económicos y Financieros (ECFIN) de la Comisión Europea se mantuvieron muy por debajo de los niveles típicos compatibles con el crecimiento de la inversión en diciembre. En los contactos recientes del BCE con sociedades no financieras, estas también indicaron expectativas poco halagüeñas a principios de año, con el foco muy centrado en la racionalización y en la reducción de la huella de carbono donde la inversión sigue siendo fuerte (véase [recuadro 5](#)). El índice Sentix de confianza del inversor cayó en enero a su nivel más bajo de los últimos 27 meses, en un entorno de noticias de aumento de las quiebras y de elevada

incertidumbre geopolítica, comercial y sobre las políticas económicas. No obstante, el indicador a seis meses vista refleja menos pesimismo y apunta a una mejora de las perspectivas. Del mismo modo, la última encuesta de inversión de la ECFIN anticipa un crecimiento modesto de la inversión empresarial anual en 2025.

Gráfico 8

Dinámica de la inversión privada 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. Los PMI están expresados en desviaciones respecto a 50. En el panel a, la inversión empresarial se refiere a la inversión sin construcción, excluidos los activos intangibles en Irlanda. Los datos mensuales reflejan el sector de bienes de equipo. Las últimas observaciones corresponden al tercer trimestre de 2024 para la inversión empresarial, y a diciembre de 2024 para los PMI y el indicador de confianza de la Comisión Europea. En el panel b, la línea correspondiente al indicador de tendencia de la actividad de la Comisión Europea representa la valoración del sector de construcción de edificios y especializada de dicha tendencia durante los tres meses precedentes. Las últimas observaciones corresponden al tercer trimestre de 2024 para la inversión residencial y a diciembre de 2024 para el PMI y el indicador de la Comisión Europea.

La inversión residencial volvió a caer en el tercer trimestre de 2024, aunque a un ritmo más lento que en trimestres anteriores.

La inversión en vivienda se redujo un 0,2 %, en tasa intertrimestral, en el tercer trimestre, con lo que la tendencia a la baja que comenzó en el segundo trimestre de 2022 se moderó significativamente (panel b del gráfico 8). En el cuarto trimestre, la producción del segmento de construcción de edificios de octubre y noviembre se situó, en promedio, por encima del nivel observado en el tercer trimestre. Sin embargo, los visados de obra nueva residencial se mantuvieron en mínimos históricos, lo que sugiere que las presiones generadas por los proyectos pendientes fueron limitadas. Además, los indicadores de actividad basados en encuestas, como el PMI de producción de la construcción residencial y el indicador de la Comisión Europea relativo a la actividad de la construcción de edificios y especializada en los tres meses anteriores, permanecieron en niveles reducidos hasta diciembre. En conjunto, esta evolución sugiere que es probable que la inversión en vivienda se estancara en general en el cuarto trimestre. De cara al futuro, las encuestas recientes del BCE señalan una evolución algo favorable de las perspectivas de inversión residencial en los próximos trimestres. En la encuesta sobre las expectativas de los consumidores, las expectativas de los hogares en relación con

el mercado de la vivienda, que se reflejan en el atractivo de este activo como buena inversión, prácticamente han alcanzado sus niveles medios. La encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de enero indica que se espera que la demanda de préstamos para adquisición de vivienda siga mejorando en el primer trimestre de 2025 (véase sección 5, «Condiciones de financiación y evolución del crédito»).

Las exportaciones de la zona del euro se contrajeron en noviembre de 2024, en un contexto de problemas de competitividad persistentes. Los pedidos exteriores tanto de manufacturas como de servicios siguieron cayendo en diciembre. La debilidad del avance de las exportaciones refleja la continuación de una tendencia más generalizada de caída de las cuotas de mercado de la zona del euro, en un entorno de persistencia de los problemas de competitividad para los fabricantes de la zona (incluidos los sectores de media-alta y alta tecnología) y de creciente competencia de China (véase [recuadro 5](#)). Entretanto, las importaciones aumentaron un 1,1 % en noviembre, en tasa de variación de tres meses sobre los tres meses anteriores, en consonancia con un modesto crecimiento sostenido del consumo en el cuarto trimestre.

En general, se espera que la actividad de la zona del euro cobre fuerza a medio plazo. El crecimiento debería verse respaldado por un repunte del consumo, debido a la resiliencia que aún muestran los mercados de trabajo y a la disminución de la inflación. El fortalecimiento de la demanda externa y la progresiva desaparición de los efectos moderadores del anterior endurecimiento de la política monetaria también deberían sustentar el crecimiento de cara al futuro. Sin embargo, las perspectivas económicas siguen sujetas a una elevada incertidumbre, y las tensiones geopolíticas y comerciales representan riesgos a la baja.

3 Precios y costes

La inflación general de la zona del euro aumentó hasta el 2,4 % en diciembre de 2024, desde el 2,2 % registrado en noviembre⁵. Este aumento se esperaba y se debió fundamentalmente a los efectos de base en la evolución de los precios de la energía. Se prevé que la inflación fluctúe en torno a su nivel actual a corto plazo. En general, los indicadores de la inflación subyacente están evolucionando en consonancia con un retorno sostenido de la inflación general al objetivo del BCE del 2 % a medio plazo. El indicador de la inflación interna se mantiene en niveles elevados, reflejo del fuerte crecimiento de los salarios y del hecho de que los precios en algunos sectores aún se están ajustando a la anterior escalada de la inflación con un retraso considerable. No obstante, el avance de los salarios se está moderando según lo esperado, y los beneficios están amortiguando en parte el impacto sobre la inflación. Los indicadores de las expectativas de inflación a largo plazo permanecieron prácticamente sin variación en torno al 2 %, mientras que los indicadores de las expectativas de inflación a corto plazo aumentaron.

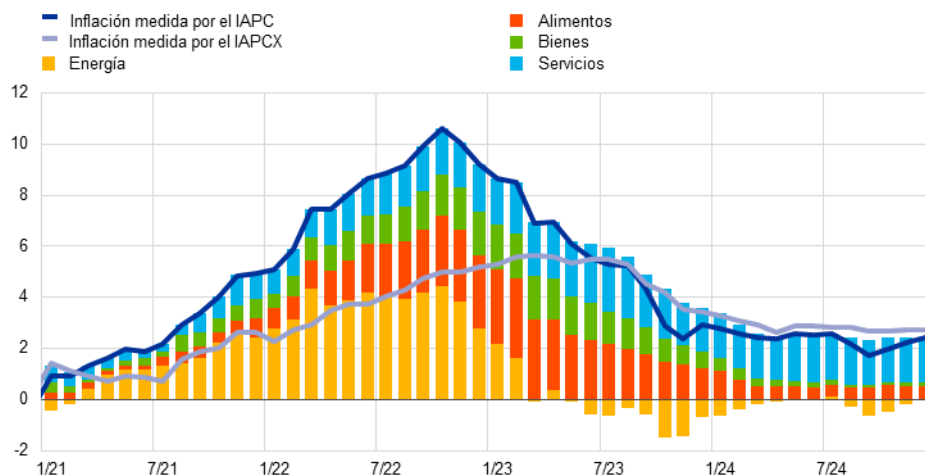
La inflación general de la zona del euro, medida por el Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC), aumentó hasta el 2,4 % en diciembre, desde el 2,2 % registrado en noviembre (gráfico 9). Este aumento tuvo su origen, principalmente, en el incremento de la tasa de variación de los precios de la energía y en el ligero avance de la de los precios de los servicios. La inflación correspondiente al cuarto trimestre de 2024 fue levemente inferior a lo indicado en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de diciembre de 2024, pese a que los precios del petróleo y del gas se situaron en niveles más elevados de lo previsto en las citadas proyecciones.

⁵ La fecha límite de recepción de los datos incluidos en este Boletín Económico fue el 29 de enero de 2025. Según la estimación de avance de Eurostat, la inflación medida por el IAPC se incrementó hasta el 2,5 % en enero de 2025.

Gráfico 9

Inflación general y sus principales componentes

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: «Bienes» se refiere a los bienes industriales no energéticos. Las últimas observaciones corresponden a diciembre de 2024.

La inflación de los precios de la energía aumentó hasta el 0,1 % en diciembre de 2024 desde el -2 % registrado en noviembre.

Este aumento se debió a unas tasas de crecimiento interanual más elevadas de los precios de la electricidad y de los combustibles para transporte, mientras que el ritmo de avance de los precios del gas disminuyó ligeramente. La mayor tasa de variación de los precios energéticos también refleja un efecto de base al alza derivado del significativo descenso de estos precios en diciembre de 2023.

La inflación de los alimentos descendió ligeramente y se situó en el 2,6 % en diciembre de 2024, frente al 2,7 % del mes anterior.

La tasa de variación de los precios de los alimentos no elaborados se redujo hasta el 1,6 % en diciembre, desde el 2,3 % registrado en noviembre, sobre todo debido a que los precios de las frutas y hortalizas bajaron. Sin embargo, esta bajada se vio contrarrestada, en parte, por el aumento de la tasa de variación de los precios de los alimentos elaborados (2,9 % en diciembre, frente al 2,8 % de noviembre), que se vio impulsado por una fuerte subida de los precios del tabaco. La inflación de los alimentos elaborados, excluido el tabaco, permaneció por debajo del 2 %.

La inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos (IAPCX), no registró variaciones en diciembre y permaneció en el 2,7 % por cuarto mes consecutivo.

La tasa de variación de los precios de los bienes industriales no energéticos siguió fluctuando en torno a su media de largo plazo y cayó hasta situarse en el 0,5 % en diciembre, frente al 0,6 % de noviembre. Esta caída se vio compensada por el ligero aumento de la inflación de los servicios (el 4 % en diciembre, frente al 3,9 % de noviembre). A diferencia de la tasa de variación de los precios de los bienes industriales no energéticos, la inflación de los servicios se mantuvo muy por encima de su media de largo plazo (1,9 %), como consecuencia del impacto de unas presiones salariales todavía elevadas sobre algunos de sus componentes y de los efectos del desfase en la corrección de los precios en otros.

La leve caída de la inflación de los bienes industriales no energéticos observada en diciembre estuvo determinada por el descenso de las tasas de variación de los precios de los bienes de consumo semiduradero y duradero, mientras que la de los precios de los bienes no duraderos se mantuvo sin cambios. La mayor inflación de los servicios estuvo impulsada fundamentalmente por el incremento de las tasas de avance interanual de los precios del ocio y el transporte.

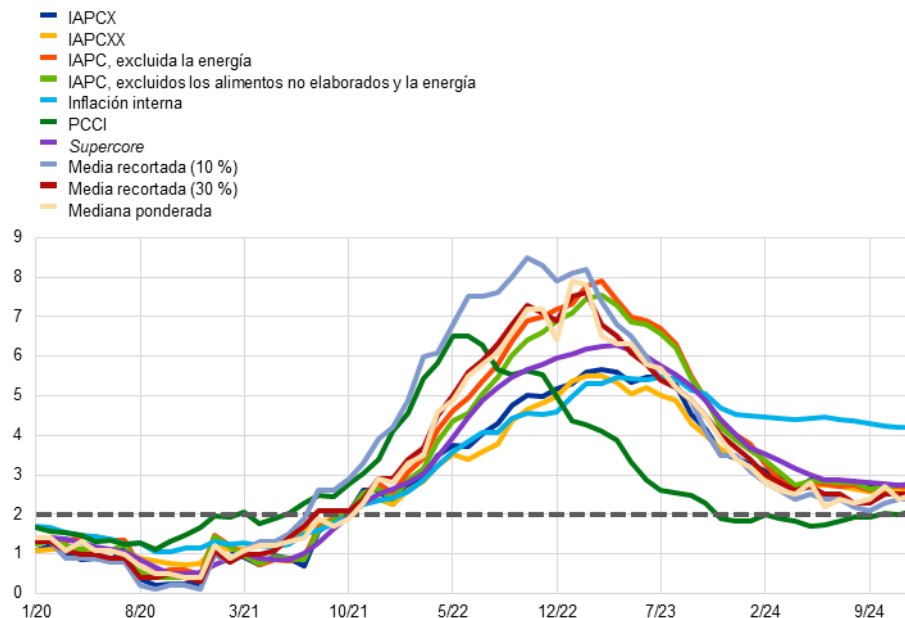
La mayoría de los indicadores de la inflación subyacente han evolucionado en consonancia con un retorno sostenido de la inflación general al objetivo del 2 % a medio plazo (gráfico 10). En diciembre de 2024, sus valores se mantuvieron estables, en general, y oscilaron entre el 2 % y el 2,8 %⁶. La mayor parte de los indicadores basados en la exclusión de componentes no variaron en diciembre, incluidas las medias recortadas al 10 % y al 30 %, la inflación medida por el IAPCX, excluidos los servicios relacionados con turismo y viajes y los artículos de vestir y calzado (IAPCXX), y la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos no elaborados. Al mismo tiempo, la mediana ponderada registró un incremento marginal y se situó en el 2,5 % en diciembre, frente al 2,4 % de noviembre. El indicador de la inflación interna, que incluye principalmente partidas de servicios, permaneció sin cambios en el 4,2 % en diciembre. En cuanto a los indicadores basados en modelos, el indicador *Supercore* (que incluye los componentes del IAPC sensibles al ciclo económico) tampoco varió y se mantuvo en el 2,8 %, mientras que el indicador PCCI (componente persistente y común de la inflación) aumentó ligeramente en diciembre, hasta el 2,1 %, desde el 2 % de noviembre.

⁶ Para más información, véase P. R. Lane, «[Underlying inflation: an update](#)», discurso pronunciado en la conferencia organizada por el Federal Reserve Bank of Cleveland y el BCE titulada «Inflation: Drivers and Dynamics Conference 2024», 24 de octubre de 2024.

Gráfico 10

Indicadores de la inflación subyacente

(tasas de variación interanual)



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 diciembre de 2024.

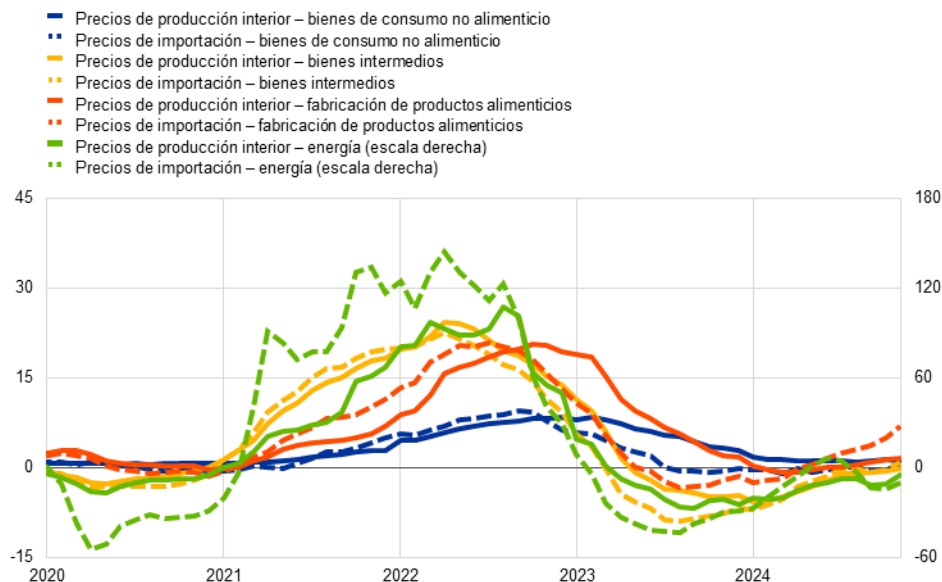
La mayoría de los indicadores de las presiones latentes sobre la inflación de los bienes se mantuvieron en niveles reducidos en noviembre (gráfico 11).

En las primeras fases del proceso de formación de precios, la tasa de variación de los precios de producción de los bienes intermedios destinados a ventas interiores todavía era negativa, pero menos que en el mes anterior ($-0,3$ % en noviembre de 2024, frente al $-0,5$ % de octubre). En las fases posteriores de dicho proceso, las tasas de crecimiento interanual de los precios de producción de los bienes de consumo no alimenticio descendieron ligeramente, hasta el $1,1$ %, en noviembre, desde el $1,3$ % de octubre. El ritmo de avance interanual de los precios de producción de los alimentos elaborados siguió aumentando y se situó en el $1,5$ %, desde el $1,3$ % registrado en el mismo período, lo que confirmó los indicios previos de que la relajación gradual de las presiones latentes ha ido desapareciendo en este segmento. La tasa de crecimiento interanual de los precios de importación de los bienes de consumo no alimenticio se incrementó, pero, en general, continuó siendo moderada. Al mismo tiempo, la tasa de variación de los precios de importación de los alimentos elaborados siguió creciendo y se situó en el $6,8$ % en noviembre, frente al $4,9$ % de octubre, posiblemente como consecuencia de la escalada de los precios internacionales de las materias primas alimenticias desde principios de 2024. La dinámica más vigorosa de los precios de importación también reflejó la disminución de la tasa de variación interanual del tipo de cambio efectivo nominal del euro en noviembre de 2024. No obstante, en octubre de 2024, dicha tasa apenas registró variaciones en comparación con el mismo mes de 2023.

Gráfico 11

Indicadores de presiones latentes

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a noviembre de 2024.

Las presiones de costes de origen interno, medidas por el crecimiento del deflactor del PIB, siguieron disminuyendo hasta situarse en el 2,7 % en el tercer trimestre de 2024, frente al 2,9 % del trimestre anterior (gráfico 12). Esta evolución representa un descenso significativo con respecto al máximo del 6,4 % alcanzado en el primer trimestre de 2023, aunque la tasa de variación se ha mantenido por encima de su media de largo plazo del 1,6 % anterior a la pandemia de COVID-19. El menor dinamismo observado en el deflactor del PIB reflejó sobre todo un retroceso adicional del crecimiento de los costes laborales unitarios (4,4 % en el tercer trimestre de 2024, frente al 5,2 % del segundo trimestre). A su vez, esta evolución estuvo determinada por el menor avance de los salarios, medido tanto por la remuneración por asalariado como por la remuneración por hora. La moderación del crecimiento de los salarios reales ocultó un mayor crecimiento de los salarios negociados, que temporalmente se incrementaron hasta el 5,4 % en el tercer trimestre de 2024 (desde el 3,5 % del segundo trimestre). Aunque la contribución de los beneficios unitarios al deflactor del PIB fue menos negativa en el tercer trimestre, estos siguen desempeñando un importante papel para contener los costes laborales. De cara al futuro, el indicador del BCE de seguimiento de los salarios, que incluye datos sobre convenios salariales negociados hasta el final de diciembre de 2024, apunta a una relajación de las presiones sobre el avance de los salarios, lo que también se ve confirmado por los indicadores de opinión más recientes sobre el crecimiento salarial, como la encuesta telefónica a empresas (*Corporate Telephone Survey*) del BCE, que prevé que el crecimiento de los salarios se reduzca desde el 4,3 % en 2024 hasta el 3,6 % en 2025⁷. La relajación de las presiones sobre el

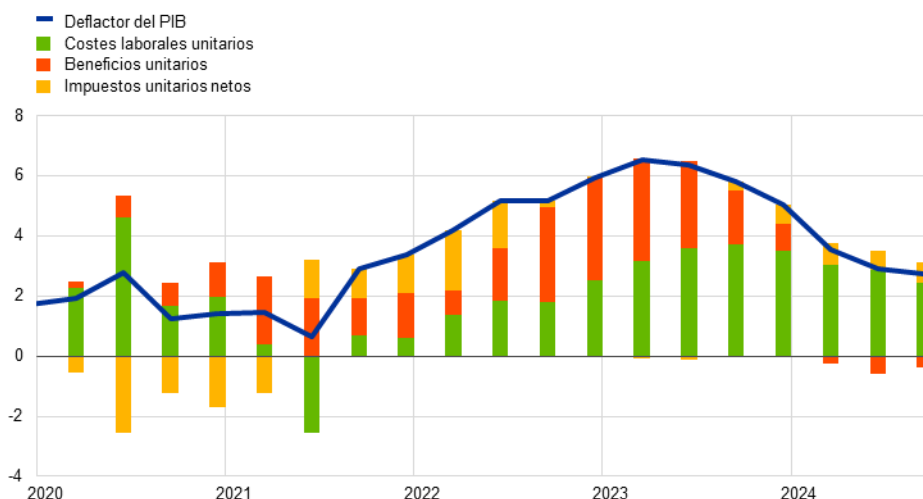
⁷ Para más información sobre los resultados de la encuesta telefónica a empresas de enero de 2025, véase el recuadro titulado «[Resultados principales de los contactos recientes del BCE con sociedades no financieras](#)», *Boletín Económico*, número 1, BCE, 2025.

avance de los salarios sería acorde con la disminución de las presiones sobre la compensación por inflación y el enfriamiento de la demanda de mano de obra.

Gráfico 12

Descomposición del deflactor del PIB

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: La remuneración por asalariado contribuye de forma positiva a las variaciones de los costes laborales unitarios, mientras que la contribución de la productividad del trabajo es negativa. Las últimas observaciones corresponden al tercer trimestre de 2024.

Los indicadores de opinión de las expectativas de inflación a largo plazo y los indicadores de mercado de la compensación por inflación a largo plazo permanecieron estables y la mayoría se mantuvo en torno al 2 % (gráfico 13).

Tanto en la encuesta del BCE a expertos en previsión económica (EPE) correspondiente al primer trimestre de 2025 como en la encuesta del BCE a analistas de política monetaria (SMA, por sus siglas en inglés) de enero de 2025, la media y la mediana de las expectativas de inflación a largo plazo permanecieron sin variación en el 2 %. Los indicadores de mercado de la compensación por inflación a largo plazo (basados en el IAPC, excluido el tabaco) aumentaron ligeramente en el período analizado, y el tipo *swap* de inflación a cinco años dentro de cinco años se situó alrededor del 2,1 %. Sin embargo, los participantes en los mercados esperan que la inflación a largo plazo corregida por las primas de riesgo de inflación, estimadas mediante el uso de modelos, se sitúe aproximadamente en el 2 %.

Los indicadores de mercado de la compensación por inflación a corto plazo de la zona del euro, medida por los *inflation fixings*, han revertido en gran parte los retrocesos observados en el otoño de 2024 (gráfico 13). Estos indicadores

—que reflejan las expectativas de los participantes en los mercados relativas a la inflación medida por el IAPC, excluido el tabaco— sugieren que los inversores esperan que la inflación se mantenga justo por encima del 2 % durante el resto de 2025, antes de estabilizarse en torno a ese valor a finales del año y a principios de 2026. A medio plazo, el tipo *swap* de inflación a un año dentro de un año permaneció prácticamente sin variación alrededor del 1,8 % durante el período de referencia. Por el lado del consumo, en la encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores (CES, por sus siglas en inglés) de diciembre de 2024 se señaló

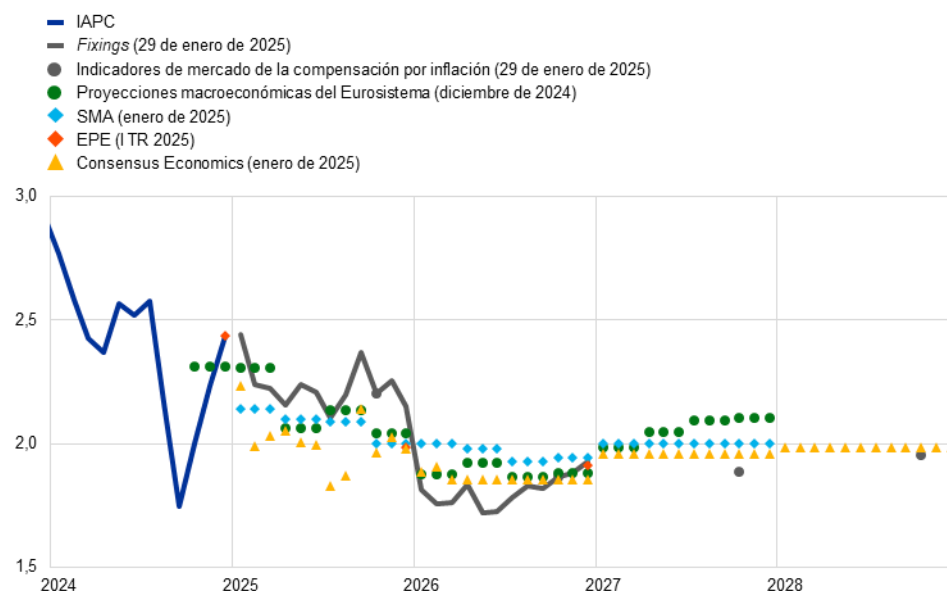
que la tasa mediana de la inflación percibida en los doce meses anteriores se había incrementado ligeramente, desde el 3,4 % en noviembre hasta el 3,5 % en diciembre. La tasa de inflación general mediana esperada para el próximo año también aumentó hasta el 2,8 % en diciembre, desde el 2,6 % de noviembre. Por otra parte, la tasa de inflación mediana esperada a tres años vista se mantuvo inalterada en el 2,4 %. El aumento de las expectativas de inflación de los consumidores desde septiembre de 2024 está relacionado con una mayor percepción de la inflación pasada en promedio y con el incremento de la incertidumbre percibida por algunos encuestados respecto a la inflación.

Gráfico 13

Inflación general, proyecciones y expectativas de inflación

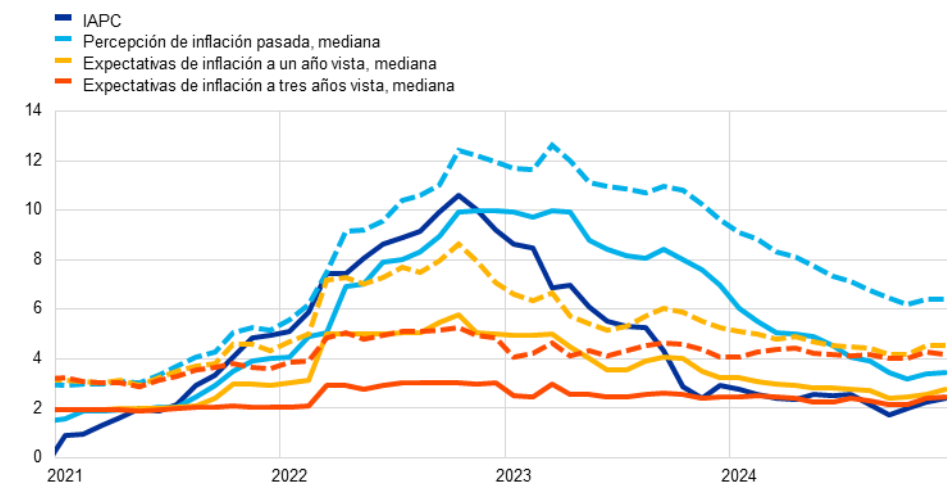
a) Inflación general, indicadores de mercado de la compensación por inflación, proyecciones de inflación e indicadores de opinión de las expectativas de inflación

(tasas de variación interanual)



b) Inflación general y encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat, LSEG, Consensus Economics, BCE (SMA, EPE, CES), [Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro, diciembre de 2024](#), y cálculos del BCE.

Notas: En el panel a, la serie de indicadores de mercado de la compensación por inflación se basa en la tasa de inflación *spot* a un año, la tasa de inflación *forward* a un año dentro de un año, la tasa de inflación *forward* a un año dentro de dos años y la tasa de inflación *forward* a un año dentro de tres años. Las observaciones relativas a los indicadores de mercado de la compensación por inflación corresponden al 29 de enero de 2025. Los *inflation fixings* son contratos de *swaps* vinculados a publicaciones mensuales específicas de la inflación interanual medida por el IAPC, excluido el tabaco, de la zona del euro. La encuesta EPE correspondiente al primer trimestre de 2025 se realizó entre el 7 y el 9 de enero de 2025. La fecha límite de recepción de datos para las previsiones a largo plazo de Consensus Economics fue el 13 de enero de 2025. La fecha de cierre de las proyecciones macroeconómicas del Eurosistema fue el 20 de noviembre de 2024. Panel b: en la CES, las líneas discontinuas representan la media, y las líneas continuas la mediana. Las últimas observaciones corresponden a diciembre de 2024.

Durante el período de referencia comprendido entre el 12 de diciembre de 2024 y el 29 de enero de 2025, la curva forward del tipo libre de riesgo a corto plazo del euro (€STR) experimentó un desplazamiento general al alza con algunas fluctuaciones intermitentes. Al inicio del período, la curva forward se desplazó a la baja. Sin embargo, esta tendencia se invirtió en torno a finales de 2024 y principios de enero, debido a la subida de los precios de la energía y a la publicación de datos nuevos sobre la economía estadounidense, que dieron lugar a revisiones al alza de las expectativas de inflación y contribuyeron al repunte de la curva de tipos forward. Como resultado, al final del período analizado, los mercados descontaban reducciones acumuladas de los tipos de interés de 90 puntos básicos en la zona del euro para el final de 2025. Los rendimientos de la deuda soberana a largo plazo también se incrementaron, algo más que los tipos de interés sin riesgo. En los mercados de renta variable, los precios de las acciones de la zona del euro aumentaron, dado que la mejora de la percepción de riesgos compensó el impacto de los mayores tipos libres de riesgo, mientras que las cotizaciones bursátiles de Estados Unidos disminuyeron en general, principalmente como consecuencia del descenso que registraron en el sector tecnológico. Entretanto, en los mercados de renta fija privada de la zona del euro, los diferenciales se redujeron para los emisores tanto del segmento de grado de inversión como del de alta rentabilidad. En el mercado de divisas, el euro se depreció moderadamente frente al dólar estadounidense y su tipo de cambio efectivo se mantuvo estable en general.

Los tipos de interés libres de riesgo a corto plazo de la zona del euro se incrementaron durante el período de referencia tras la reunión del Consejo de Gobierno de diciembre. El tipo de referencia €STR se situó, en promedio, en el 3 % durante el período analizado, tras la decisión ampliamente anticipada de reducir los tipos de interés oficiales del BCE en 25 puntos básicos que adoptó el Consejo de Gobierno en su reunión de diciembre. El exceso de liquidez se mantuvo estable en general, con un aumento de aproximadamente 22 mm de euros que lo llevó a situarse en 2.923 mm de euros. Esta evolución fue consecuencia, principalmente, del hecho de que los reembolsos realizados en diciembre de la financiación obtenida en la tercera serie de operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO III), así como la reducción de las carteras de valores mantenidos con fines de política monetaria —debido a que el Eurosistema ha dejado de reinvertir el principal de los valores que van venciendo de los programas de compras de activos—, fueron contrarrestados por la disminución de los factores autónomos netos de absorción de liquidez. Tras un descenso inicial, las expectativas de tipos de interés a corto plazo descontadas en la curva de tipos *forward* empezaron a crecer a finales del año y a principios de enero, dado que los participantes en los mercados revisaron sus perspectivas de inflación a raíz de la subida de los precios de la energía. Los mercados financieros de la zona del euro reaccionaron también a la publicación de datos macroeconómicos mejores de lo previsto para la economía estadounidense y a las expectativas de ralentización del ritmo futuro de los recortes de tipos de interés por parte del Comité Federal de Mercado Abierto de la Reserva Federal (FOMC, por sus siglas en inglés). En la zona del euro, la curva *forward* del OIS (*overnight index swap*), que se basa en el €STR,

aumentó 7 puntos básicos en los vencimientos a un año y 24 puntos básicos en los vencimientos a dos años, lo que reflejó las expectativas de un ritmo más lento de relajación de la política monetaria en la zona del euro. Al final del período de referencia, los mercados descontaban bajadas acumuladas de tipos de interés de 90 puntos básicos para el final de 2025, 33 puntos básicos menos que al comienzo del período considerado. Los tipos libres de riesgo a más largo plazo de la zona del euro también se incrementaron durante el período analizado. El tipo OIS nominal a diez años alcanzó el 2,4 %, lo que supone una subida total de 32 puntos básicos.

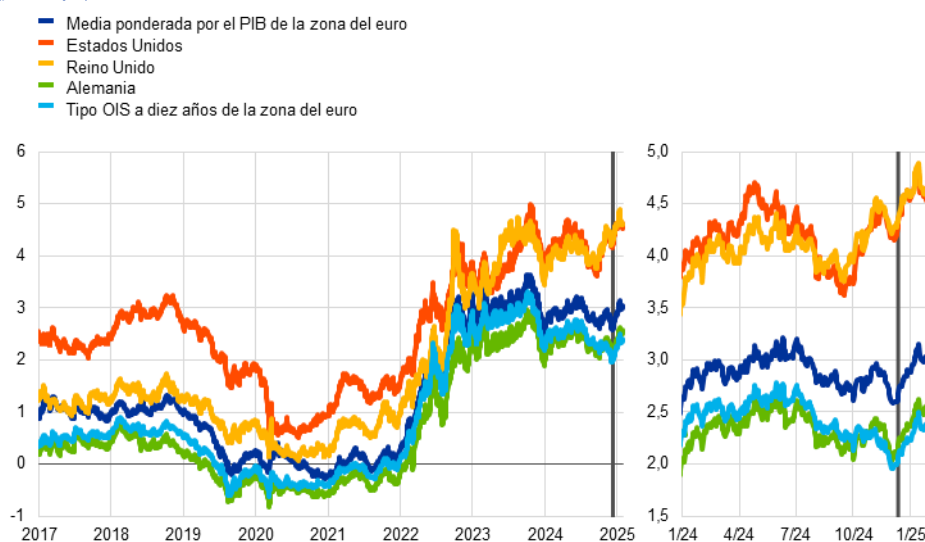
Los diferenciales de rendimiento de la deuda soberana a largo plazo de la zona del euro con respecto a los tipos libres de riesgo aumentaron ligeramente (gráfico 14).

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 situó en el 3 %, 35 puntos básicos por encima de su nivel inicial. Como resultado, el diferencial con respecto al tipo OIS se amplió 4 puntos básicos. Los diferenciales de la deuda soberana aumentaron en todas las jurisdicciones, con una dispersión relativamente reducida entre la mayoría de los países. A escala internacional, el rendimiento de la deuda pública estadounidense a diez años creció 20 puntos básicos hasta situarse en el 4,5 %, mientras que el correspondiente a la deuda soberana del Reino Unido a diez años se incrementó 25 puntos básicos y alcanzó el 4,6 %.

Gráfico 14

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 diciembre de 2024). Las últimas observaciones corresponden al 29 de enero de 2025.

Los precios de las acciones de la zona del euro finalizaron el período de referencia en niveles algo más elevados.

Pese al incremento de los tipos de interés, los índices bursátiles amplios se anotaron una subida del 4,6 % tras una caída inicial, respaldados por la mejora de la percepción de riesgos en un contexto de muy pocas sorpresas notables en los datos macroeconómicos. Los índices

correspondientes de Estados Unidos registraron una ligera disminución, del 0,2 %, como consecuencia del cambio en las perspectivas de política monetaria de los participantes en los mercados. En la zona del euro, las cotizaciones de las sociedades no financieras aumentaron un 3,6 %, mientras que las de las entidades de crédito y otras entidades financieras se revalorizaron un 10,9 % y un 8,1 %, respectivamente. En Estados Unidos, los precios de las acciones de los bancos y de otras entidades financieras se incrementaron un 6,6 % y un 3,1 %, mientras que los de las sociedades no financieras descendieron un 0,5 %. Este descenso fue principalmente atribuible a la caída registrada en el sector tecnológico.

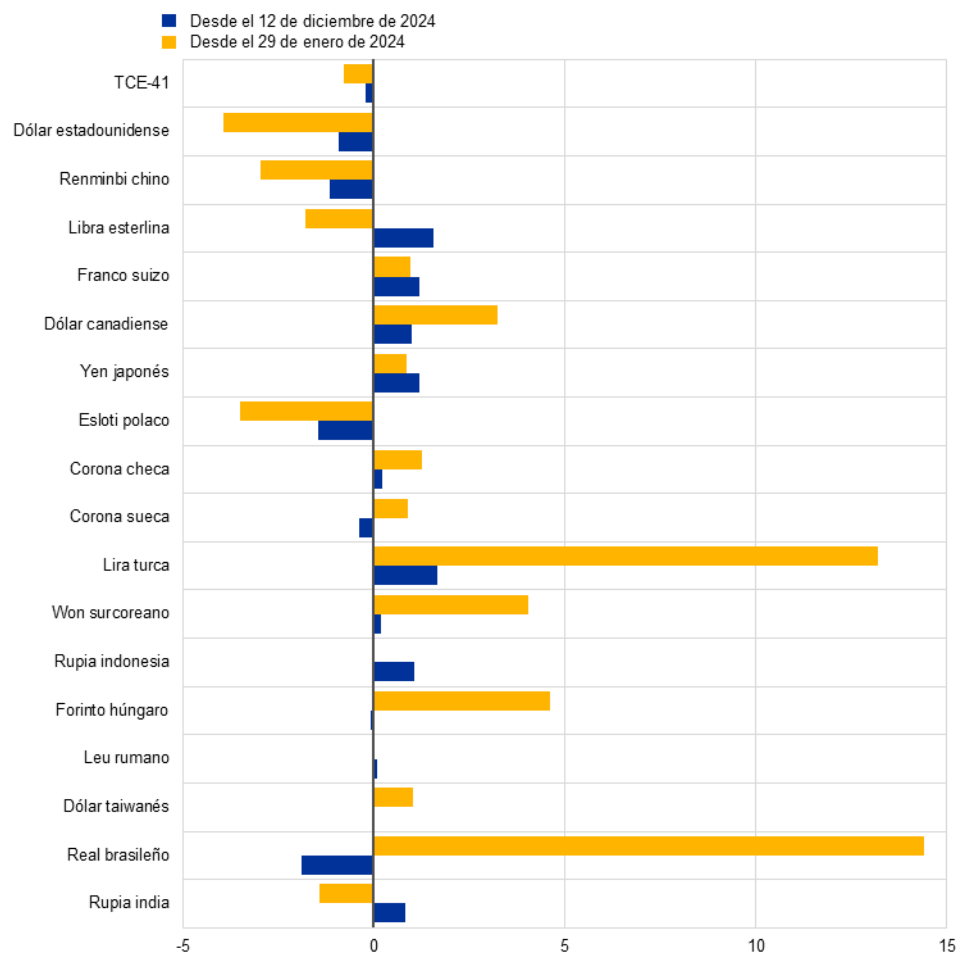
Los diferenciales de los bonos corporativos se redujeron tanto en el segmento de grado de inversión como en el de alta rentabilidad. El sentimiento positivo de los mercados también se reflejó en los diferenciales de los bonos corporativos, que, en un entorno de cierta volatilidad, se redujeron 5 puntos básicos en total tanto en el segmento de grado de inversión como en el de alta rentabilidad. La reducción observada en primer segmento obedeció a un descenso de 7 puntos básicos en los diferenciales de los bonos emitidos por las entidades financieras, mientras que, en el caso de los bonos de las sociedades no financieras, los diferenciales disminuyeron 4 puntos básicos.

En los mercados de divisas, el euro se depreció moderadamente frente al dólar estadounidense y su tipo de cambio efectivo se mantuvo estable en general (gráfico 15). 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— permaneció prácticamente estable (disminuyó un 0,2 %) durante el período de referencia, dado que las distintas evoluciones del tipo de cambio frente a las principales monedas se compensaron entre sí. La depreciación del euro frente al dólar estadounidense (un 0,9 %) se debió, en gran parte, a factores específicos del país norteamericano, como, por ejemplo, la reacción de los mercados a la reunión del FOMC de diciembre, la publicación de sólidos datos macroeconómicos y la anticipación de las políticas económicas de la nueva Administración de Estados Unidos. El euro se debilitó un 1,2 % frente al renminbi chino, y esta última moneda también se depreció frente al dólar estadounidense, aunque en menor medida. Por el contrario, la moneda única se apreció un 1,6 % frente a la libra esterlina a causa de las crecientes expectativas de futuros recortes de tipos por parte del Banco de Inglaterra, de la publicación de peores datos económicos en el Reino Unido y de la incertidumbre sobre las perspectivas relativas al presupuesto público. Tras una apreciación sostenida durante la mayor parte de 2024, el franco suizo se depreció un 1,2 % frente al euro, después de que el Banco Nacional de Suiza redujera el tipo de interés de referencia más de lo esperado en diciembre. La moneda única también se apreció frente al yen japonés (un 1,2 %). Durante el período de referencia, el euro apenas experimentó cambios con respecto a las monedas de la mayoría de las demás economías avanzadas y emergentes importantes.

Gráfico 15

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 29 de enero de 2025.

Aunque las condiciones de financiación siguen siendo restrictivas, las bajadas de los tipos de interés oficiales del BCE están abaratando de forma gradual el coste del crédito de las empresas y los hogares. En noviembre de 2024, los costes de financiación de las entidades de crédito y los tipos de interés de los préstamos bancarios continuaron disminuyendo paulatinamente con respecto a sus niveles máximos. Los tipos de interés medios de los nuevos préstamos a empresas y de las nuevas hipotecas cayeron hasta situarse en el 4,5 % y el 3,5 %, respectivamente, en noviembre. El crecimiento de los préstamos a empresas y a hogares aumentó en diciembre, pero se mantuvo débil, reflejo de una demanda todavía falta de dinamismo y de unos criterios de aprobación restrictivos. En el período comprendido entre el 12 de diciembre de 2024 y el 29 de enero de 2025, el coste de la financiación de las empresas mediante valores de renta fija se incrementó, mientras que el de la financiación mediante acciones se redujo, como resultado de la subida del tipo de interés libre de riesgo a largo plazo y del descenso de la prima de riesgo bursátil. Según la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de enero de 2025, los criterios de aprobación del crédito a empresas se endurecieron en el cuarto trimestre de 2024, debido al aumento de la percepción de riesgos y a la menor tolerancia al riesgo. Los criterios de concesión de los préstamos para adquisición de vivienda no variaron, tras tres trimestres de relajación. La demanda de estos préstamos repuntó con fuerza, mientras que la de préstamos por parte de las empresas continuó siendo débil. En la última encuesta sobre el acceso de las empresas a la financiación (SAFE, por sus siglas en inglés) correspondiente al cuarto trimestre de 2024, las empresas informaron de una disminución de los tipos de interés bancarios y de un leve endurecimiento adicional de otras condiciones del crédito. Las sociedades también indicaron que la necesidad de préstamos bancarios no había cambiado y que su disponibilidad había experimentado una ligera caída. La tasa de crecimiento interanual del agregado monetario amplio (M3) disminuyó ligeramente y se situó en el 3,5 % en diciembre.

Los costes de financiación de las entidades de crédito de la zona del euro continuaron disminuyendo gradualmente 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 crédito de la zona del euro se redujo en noviembre de 2024 y se situó en el 1,9 % (panel a del gráfico 16). Si bien el descenso de los costes de financiación de las entidades se debió sobre todo a la caída de la rentabilidad de los bonos bancarios (panel b del gráfico 16), los datos disponibles hasta el 29 de enero muestran que la corrección de los tipos de interés libres de riesgo ha ejercido presión al alza sobre la rentabilidad de dichos bonos recientemente. Los tipos de interés medios de los depósitos registraron una disminución adicional, y el tipo sintético de estos instrumentos se situó en el 1,2 % en noviembre. Esta disminución fue propiciada por los menores tipos de interés de los depósitos a plazo de las empresas y los hogares. En cambio, los tipos de interés de los depósitos a la vista y de los depósitos disponibles con preaviso se mantuvieron prácticamente sin variación.

Los balances bancarios han mostrado solidez en general, pese a la debilidad del entorno económico.

En el tercer trimestre de 2024, la capitalización de las entidades de crédito se mantuvo básicamente estable, con ratios de capital sobradamente por encima del 15 % y unos colchones de capital voluntarios superiores a los requerimientos de capital de nivel 1 ordinario (CET1). La rentabilidad bancaria permaneció en niveles altos en el tercer trimestre de 2024, aunque la presión a la baja sobre las ganancias obtenidas en los activos a tipo variable frenará los ingresos por intereses cuando las pérdidas crediticias comiencen a aumentar. Los préstamos dudosos no variaron, en general, y se situaron próximos a los mínimos históricos observados en el primer trimestre de 2023. Sin embargo, la proporción de préstamos en vigilancia especial (*stage 2*) se incrementó ligeramente en 2024, en especial los relativos a pequeñas empresas y al sector inmobiliario comercial, lo que apunta a un deterioro de la calidad de los activos y a mayores costes de provisiones para las entidades de crédito en el futuro.

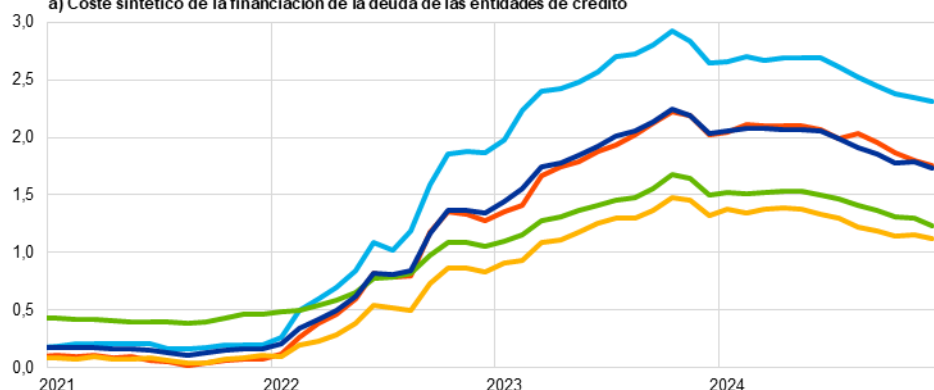
Gráfico 16

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

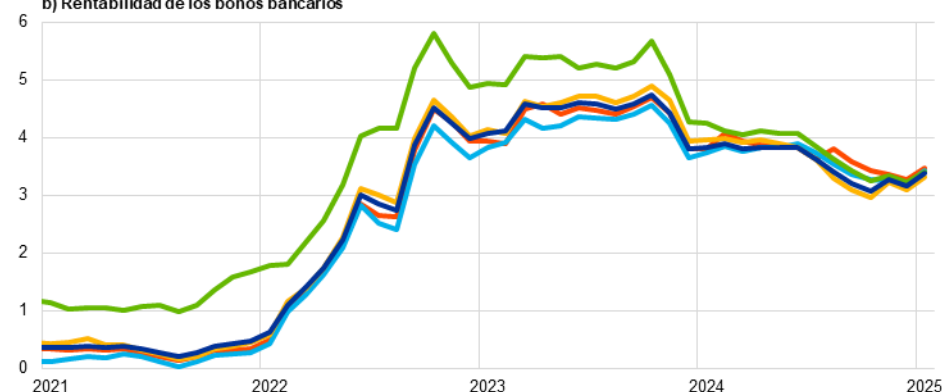
(porcentajes)

— 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 diciembre de 2024 para el coste sintético de la financiación de la deuda de las entidades de crédito (panel a) y al 29 de enero de 2025 para la rentabilidad de los bonos bancarios (panel b).

Los tipos de interés del crédito bancario concedido a las empresas y a los hogares continuaron disminuyendo.

Los tipos de interés del crédito a empresas y a hogares han caído desde el verano de 2024, como consecuencia de las bajadas de los tipos oficiales (gráfico 17). En noviembre de 2024, los tipos de interés de los nuevos préstamos concedidos a las sociedades no financieras (SNF) descendieron 15 puntos básicos y se situaron en el 4,52 %, unos 80 puntos básicos por debajo del máximo alcanzado en octubre de 2023 (panel a del gráfico 17). Este descenso fue generalizado en los principales países de la zona del euro. 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 amplió en noviembre hasta el 0,48 %. Los tipos de interés de los nuevos préstamos a hogares para adquisición de vivienda se redujeron 8 puntos básicos y se situaron en el 3,47 % en

noviembre, alrededor de 60 puntos básicos por debajo de su máximo de noviembre de 2023 (panel b del gráfico 16), con diferencias entre países. La disminución fue generalizada en los distintos períodos de fijación de los tipos y fue más acusada para los préstamos hipotecarios a tipo variable, que, no obstante, siguieron siendo más caros que los concedidos a tipo fijo.

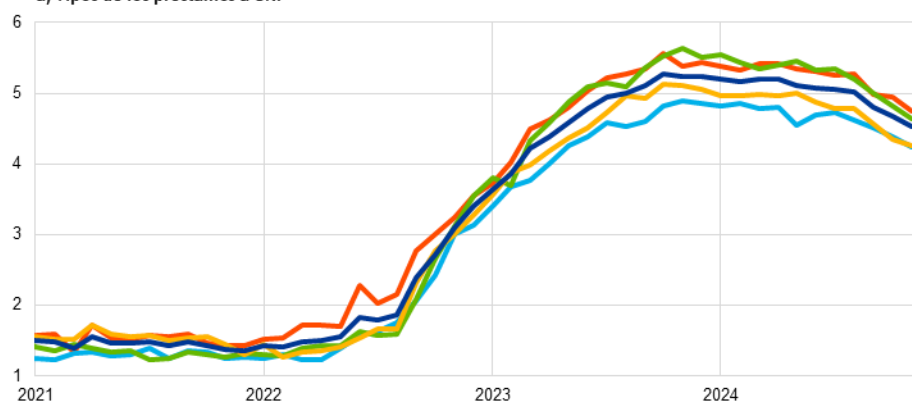
Gráfico 17

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

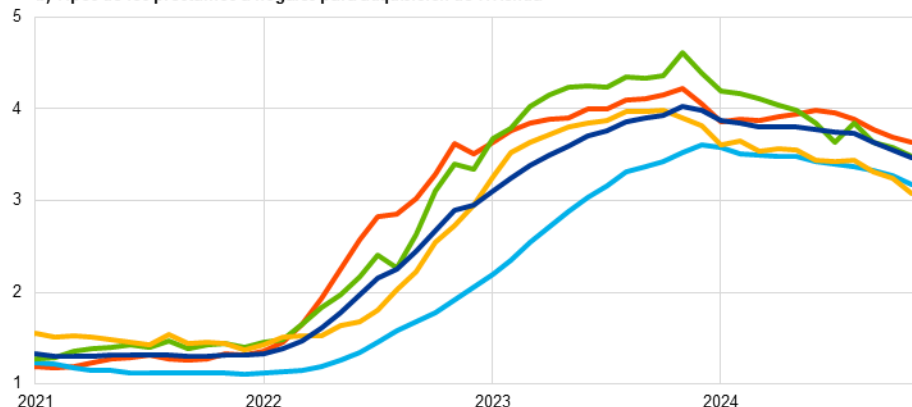
(porcentajes)

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

a) Tipos de los préstamos a SNF



b) Tipos de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda



Fuentes: BCE 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 noviembre de 2024.

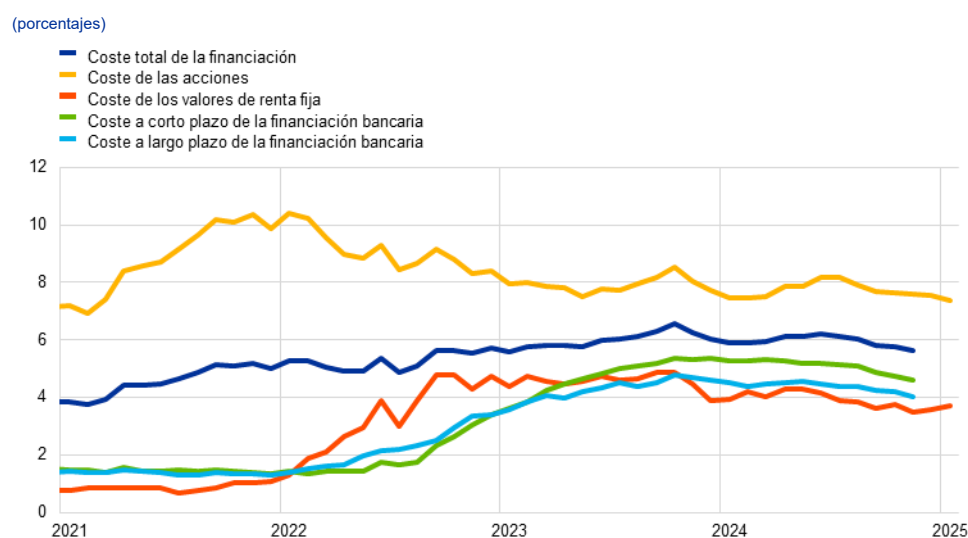
En el período comprendido entre el 12 de diciembre de 2024 y el 29 de enero de 2025, el coste de la financiación de las empresas mediante valores de renta fija aumentó, mientras que el de la financiación mediante acciones se redujo.

Sobre la base de los datos mensuales disponibles hasta noviembre de 2024, 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— descendió en dicho mes, en comparación con el mes anterior, y se situó en el 5,6 %, lo que representa

una caída adicional con respecto al máximo de varios años alcanzado en octubre de 2023 (gráfico 18)⁸. La disminución de noviembre de 2024 se debió a los menores costes de la financiación bancaria y mediante valores de renta fija, mientras que el coste de la financiación mediante acciones prácticamente no varió. Los datos diarios relativos al período comprendido entre el 12 de diciembre de 2024 y el 29 de enero de 2025 muestran que el coste de los valores de renta fija aumentó, impulsado por un desplazamiento al alza de la curva del OIS (*overnight index swap*). Al mismo tiempo, el coste de las acciones se redujo tras el retroceso de la prima de riesgo bursátil, que compensó la subida del tipo de interés libre de riesgo a largo plazo (aproximado por el tipo OIS a diez años).

Gráfico 18

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 29 de enero de 2025 para el coste de los valores de renta fija y el coste de las acciones (datos diarios) y a noviembre de 2024 para el coste total de la financiación y el coste de la financiación bancaria (datos mensuales).

El crecimiento de los préstamos a empresas y a hogares aumentó en diciembre, pero se mantuvo débil, como consecuencia de una demanda todavía falta de dinamismo y de unos criterios de aprobación restrictivos.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos bancarios a empresas se incrementó hasta el 1,5 % en diciembre de 2024, desde el 1 % de noviembre del mismo año, como reflejo del intenso flujo mensual, pero permaneció muy por debajo de su media histórica del 4,8 % (panel a del gráfico 19). En cambio, la tasa de avance interanual de los valores de renta fija privada disminuyó hasta el 3,2 % en diciembre, desde el 3,6 % de noviembre. El ritmo de crecimiento interanual de los préstamos a hogares volvió a fortalecerse y se situó en el 1,1 % en diciembre, frente al 0,9 % de noviembre, aunque se mantuvo en un nivel muy inferior a su media histórica del 4,1 % (panel b del gráfico 19). Esta recuperación gradual continuó

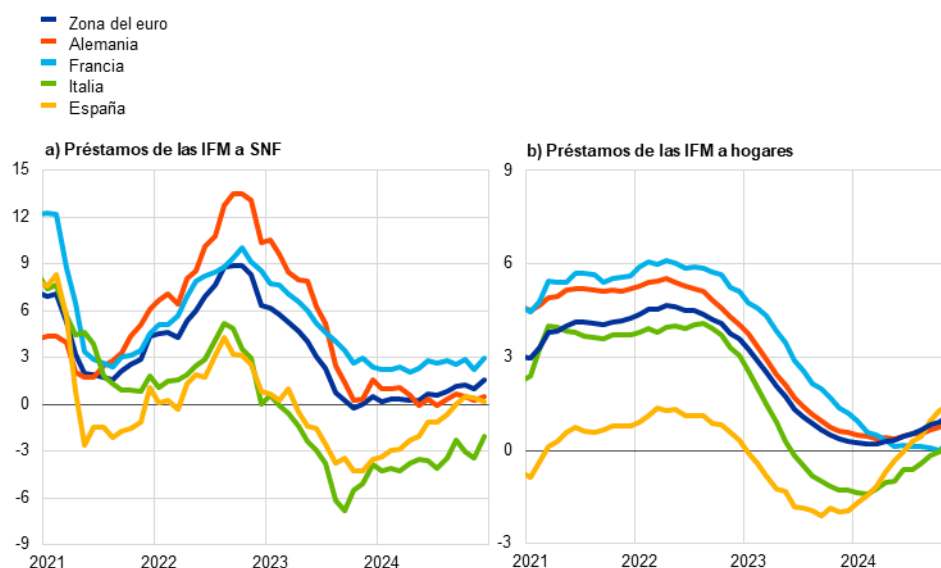
⁸ A causa del desfase en la disponibilidad de datos sobre el coste de la financiación bancaria, los datos sobre el coste total de la financiación de las SNF solo están disponibles hasta noviembre de 2024.

estando impulsada por los préstamos para adquisición de vivienda. El crédito para consumo creció un 3,6 % en diciembre, mientras que los préstamos a hogares para otros fines, que incluyen los concedidos a empresarios individuales, siguieron contrayéndose, si bien a un ritmo menor. La [encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores](#) de noviembre de 2024 mostró que el porcentaje de hogares que percibían que el acceso al crédito se había endurecido era todavía mayor que el de aquellos que consideraban que dicho acceso se había relajado.

Gráfico 19

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

(tasas de variación interanual)



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 nacional de tesorería (*notional cash pooling*). Las últimas observaciones corresponden a diciembre de 2024.

En la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de enero de 2025, las entidades indicaron que los criterios de aprobación del crédito a empresas habían experimentado un nuevo endurecimiento en el cuarto trimestre de 2024 y que los aplicados a los préstamos para adquisición de vivienda habían permanecido básicamente sin variación, tras tres trimestres de relajación (gráfico 20). Los criterios de aprobación de los préstamos a

empresas registraron su endurecimiento (neto) más pronunciado desde el tercer trimestre de 2023, que se vio acompañado de un aumento del porcentaje de solicitudes denegadas. Dicho endurecimiento estuvo impulsado por la mayor percepción de riesgos relacionados con las perspectivas económicas y por la menor tolerancia al riesgo de las entidades. Las entidades señalaron que los criterios de concesión de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda no habían variado apenas y que el porcentaje de solicitudes denegadas se había reducido ligeramente. La estabilidad de los criterios de aprobación aplicados a estos préstamos contrasta con la significativa relajación neta que las entidades habían esperado en el trimestre anterior. En cuanto a los factores determinantes, si bien la competencia entre entidades ejerció presión a la baja sobre los criterios de

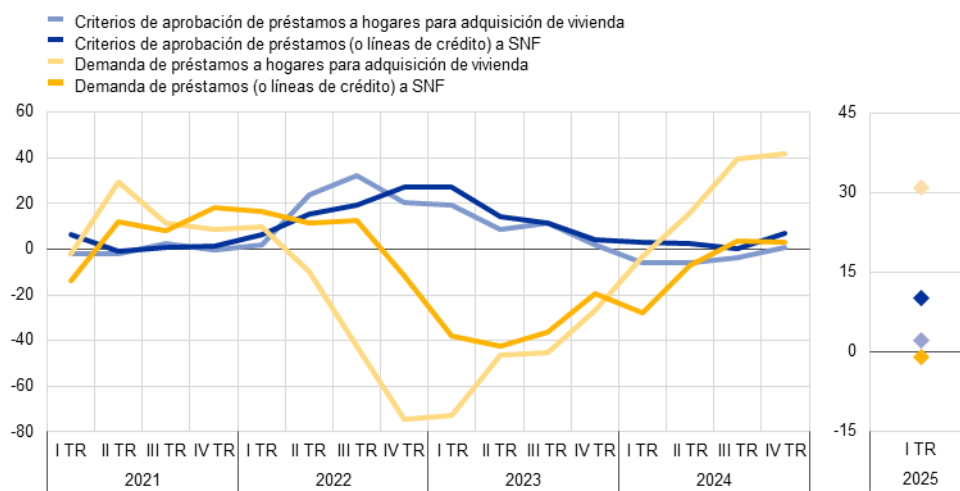
concesión de los préstamos para adquisición de vivienda, la tolerancia al riesgo y la percepción de riesgos de los bancos contribuyeron al endurecimiento. En relación con los préstamos a hogares para consumo y otros fines, las entidades indicaron un aumento (neto) del porcentaje de solicitudes denegadas y un endurecimiento (neto) adicional de los criterios de concesión, principalmente debido a la percepción de riesgos y la tolerancia al riesgo de las entidades. Para el primer trimestre de 2025, las entidades de crédito de la zona del euro esperan un endurecimiento adicional de los criterios de aprobación de los préstamos a empresas, para consumo y para adquisición de vivienda.

En el cuarto trimestre de 2024, las entidades señalaron un ligero aumento de la demanda de préstamos por parte de las empresas que, no obstante, se mantuvo débil en general, mientras que la demanda de préstamos para adquisición de vivienda siguió repuntando con fuerza. El incremento de la demanda de préstamos por parte de las empresas estuvo impulsado por los tipos de interés más bajos, mientras que la inversión en capital fijo tuvo un impacto limitado. En el caso de los préstamos para adquisición de vivienda, el fuerte incremento de la demanda fue atribuible, principalmente, a la caída de los tipos de interés y, en menor medida, a la mejora de las perspectivas del mercado de la vivienda. Aunque la demanda de crédito para consumo también se sustentó en la disminución de los tipos de interés, se vio frenada por la débil confianza de los consumidores, así como por el reducido gasto en bienes de consumo duradero y por el uso de financiación alternativa procedente de otros bancos y entidades no bancarias. Para el primer trimestre de 2025, las entidades de crédito esperan que la demanda de préstamos a empresas se mantenga prácticamente sin cambios y que la de préstamos a hogares siga aumentando.

Gráfico 20

Variación de los criterios de aprobación y de la demanda neta de préstamos a SNF y a hogares para adquisición de vivienda

(porcentajes netos de entidades que señalaron un endurecimiento de los criterios de aprobación o un aumento de la demanda de préstamos)



Fuente: Encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro.

Notas: «SNF» corresponde a «sociedades no financieras». En las preguntas sobre los criterios de aprobación de préstamos de la encuesta, los «porcentajes netos» se definen como la diferencia entre la suma de los porcentajes de entidades que contestaron «se han endurecido considerablemente» y «se han endurecido en cierta medida», y la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se han relajado en cierta medida» y «se han relajado considerablemente». En las preguntas sobre la demanda de préstamos, los «porcentajes netos» se definen como la diferencia entre la suma de los porcentajes de entidades que respondieron que la demanda «ha aumentado considerablemente» y «ha aumentado en cierta medida», y la suma de los porcentajes de entidades que contestaron que dicha demanda «ha disminuido en cierta medida» y «ha disminuido considerablemente». Los rombos indican las expectativas de las entidades de crédito en la última encuesta. Las últimas observaciones corresponden al cuarto trimestre de 2024.

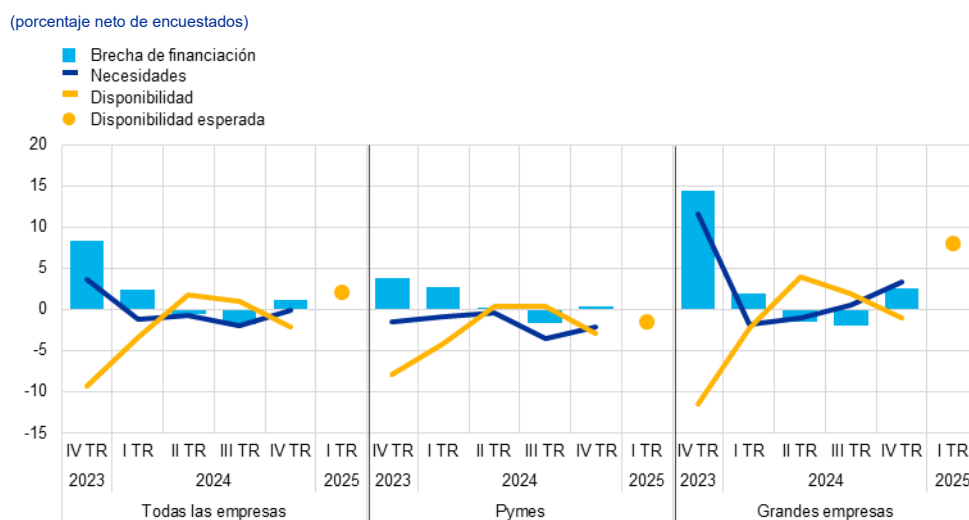
Las preguntas *ad hoc* de la encuesta sugirieron que el acceso a la financiación se había deteriorado ligeramente y que la percepción de riesgos en torno a la calidad crediticia había contribuido al endurecimiento de los criterios de concesión de los préstamos a empresas y del crédito para consumo. Las entidades señalaron que su acceso a la financiación minorista, en los mercados monetarios y en los mercados de renta fija había empeorado algo en el último trimestre de 2024. Las medidas de supervisión y regulación contribuyeron a elevar los niveles de capital exigidos a los bancos, así como sus activos líquidos y sus activos ponderados por riesgo, lo que, a su vez, favoreció el endurecimiento de los criterios de aprobación del crédito, especialmente de los aplicados a los préstamos a empresas. La calidad crediticia percibida en las carteras de préstamos de las entidades también propició un endurecimiento significativo de los criterios de concesión de los préstamos a empresas y del crédito para consumo en la segunda mitad de 2024, mientras que su impacto en los criterios aplicados a los préstamos para adquisición de vivienda fue neutro. En el mismo período, los criterios de aprobación del crédito a empresas continuaron endureciéndose en los principales sectores económicos, especialmente en el sector inmobiliario comercial, el comercio mayorista y minorista, la construcción y las manufacturas intensivas en energía. La demanda de préstamos se redujo en términos netos en el sector inmobiliario comercial, la construcción y el sector manufacturero intensivo en energía, y permaneció básicamente sin cambios en los demás sectores. Las entidades indicaron que la disminución del exceso de liquidez mantenido en el Eurosistema

había tenido un impacto neutral en sus condiciones de financiación en el segundo semestre de 2024, y anticipaban efectos similares en el primer semestre de 2025.

En la última encuesta sobre el acceso de las empresas a la financiación (SAFE, por sus siglas en inglés), las empresas informaron de una disminución de los tipos de interés bancarios, al tiempo que señalaron un leve endurecimiento adicional de otras condiciones del crédito. En el cuarto trimestre de 2024, el 4 % neto de las empresas confirmó un descenso de los tipos de interés bancarios, en comparación con el 4 % neto que mencionó un aumento en el trimestre anterior. Al mismo tiempo, el 22 % neto de las empresas (frente al 30 % en el tercer trimestre de 2024) señaló un incremento de otros costes de financiación, como gastos y comisiones. Las empresas también indicaron un endurecimiento de las garantías requeridas con respecto al tercer trimestre de 2024.

Gráfico 21

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. La disponibilidad esperada se ha desplazado un período hacia delante para poder hacer una comparación directa con los datos observados. Los valores se multiplican por 100 para obtener saldos netos ponderados expresados como porcentajes. Las cifras se refieren a la segunda encuesta piloto y a las ediciones 30 a 33 de la encuesta (entre octubre-diciembre de 2023 y octubre-diciembre de 2024).

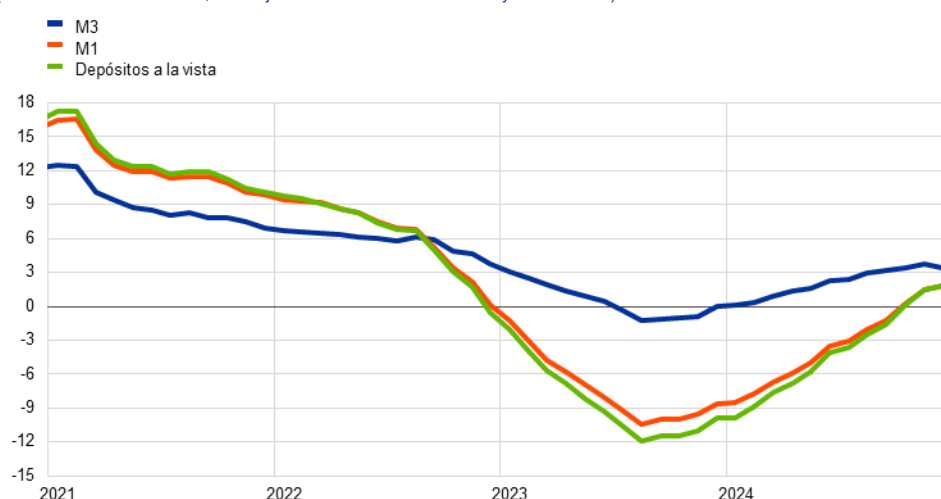
Las empresas indicaron que la necesidad de préstamos bancarios no había cambiado y que su disponibilidad había registrado una ligera disminución, y pocas de ellas esperaban mejoras notables en dicha disponibilidad en los tres meses siguientes (gráfico 21). El leve descenso de la disponibilidad de préstamos bancarios en el cuarto trimestre de 2024 coincidió con el reciente endurecimiento de las políticas aplicables al crédito bancario, especialmente las relativas a los criterios de aprobación de préstamos, como se puso de relieve en la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro correspondiente al mismo período. La brecha de financiación bancaria —un índice que capta la diferencia entre la

variación de la necesidad y la variación de la disponibilidad de préstamos bancarios— aumentó para el 1 % de las empresas, en términos netos, frente al 2 % neto que indicó una reducción en el trimestre anterior. De cara al futuro, las empresas esperaban una ligera mejora de la disponibilidad de préstamos bancarios en los tres meses siguientes. Esta expectativa correspondía principalmente a las grandes empresas, mientras que las pymes preveían una leve disminución de la disponibilidad.

La tasa de crecimiento interanual del agregado monetario amplio (M3) de la zona del euro disminuyó ligeramente y se situó en el 3,5 % en diciembre, en un entorno de cierta volatilidad mensual. El crecimiento interanual de M3 se situó en el 3,5 % en diciembre de 2024, frente al 3,8 % de noviembre, pero prácticamente no registró cambios con respecto a octubre (gráfico 22). El agregado monetario estrecho (M1), que incluye los activos más líquidos de M3, continuó creciendo en términos interanuales y alcanzó una tasa del 1,8 % en diciembre, en comparación con el 1,5 % de noviembre. La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a la vista (un componente de M1) se incrementó hasta el 1,8 % en diciembre, frente al 1,5 % de noviembre. La contribución de los flujos externos netos, que han sido la principal fuente de creación de dinero desde finales de 2023, muestra señales incipientes de debilitamiento, mientras que la aportación del crédito a empresas y a hogares está ganando peso. En cambio, 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 retirada gradual de la financiación obtenida en las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO, por sus siglas en inglés) hasta finales de 2024, siguió contribuyendo negativamente al crecimiento de M3.

Gráfico 22
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 diciembre de 2024.