

Boletín Económico

Número 1/2025

Índice

Evolución económica, financiera y monetaria	2
Resumen	2
1 Entorno exterior	7
2 Actividad económica	12
3 Precios y costes	20
4 Evolución de los mercados financieros	28
5 Condiciones de financiación y evolución del crédito	32
Recuadros	43
1 Perspectivas de inflación de los servicios en Estados Unidos y en el Reino Unido	43
2 ¿Están aumentando las rentas reales? La percepción de los hogares y su impacto en el consumo	49
3 El papel de la demografía en la evolución reciente de la tasa de paro	54
4 El impacto económico de las inundaciones	59
5 Resultados principales de los contactos recientes del BCE con sociedades no financieras	65
6 Cambios en el marco de activos de garantía del Eurosistema para promover una mayor armonización	71
7 De las conferencias de prensa a los discursos: el impacto de la comunicación de la política monetaria del BCE	75
8 Estimaciones del tipo de interés natural para la zona del euro: percepciones, incertidumbres y deficiencias	80
Artículos	87
1 La competitividad europea: el papel de las instituciones y la necesidad de reformas estructurales	87
2 La evolución de los salarios durante y después del período de inflación elevada	91
3 Necesidades de inversiones verdes en la UE y su financiación	93

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 estabilice 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. Esto contribuirá a reducir los déficits presupuestarios y las ratios de deuda de forma sostenida, priorizando al mismo tiempo las reformas y las inversiones dirigidas a favorecer el crecimiento.

Inflación

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 disruptiones 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 disruptiones 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 mesurado 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 estabilice 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 estabilice de forma sostenida en su objetivo a medio plazo y preservar el buen funcionamiento de la transmisión de la política monetaria.

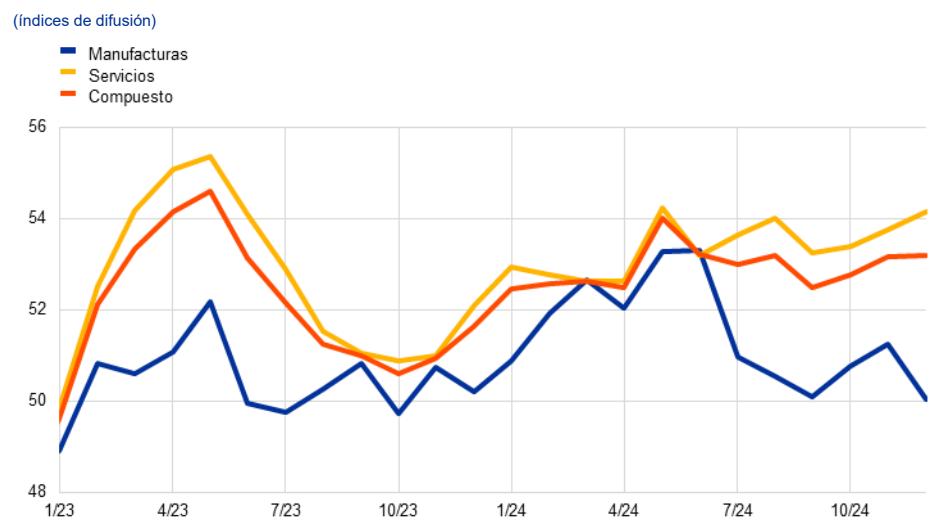
1

Entorno exterior

Durante el período de referencia comprendido entre el 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)



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

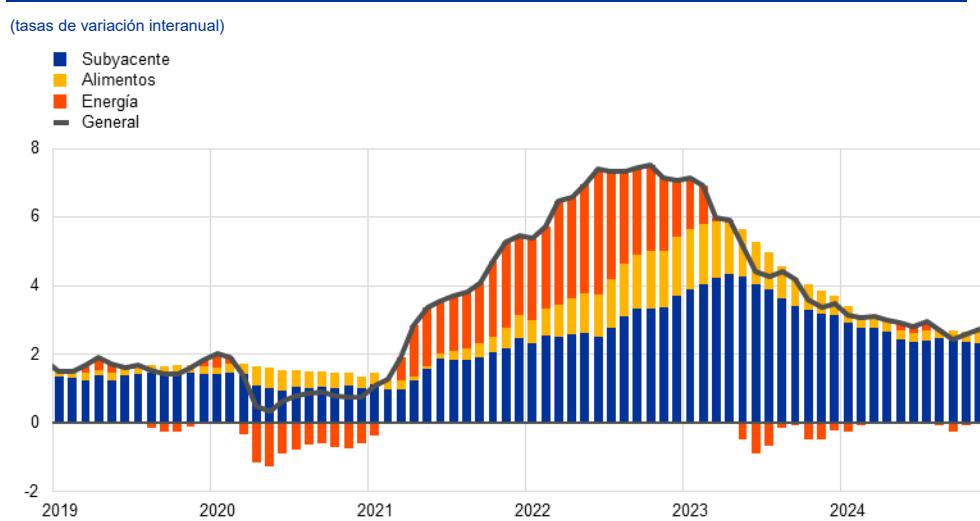
El crecimiento del comercio internacional se moderó al final de 2024, aunque el fuerte avance de las importaciones estadounidenses continuó aportando algunos efectos favorables. En general, los modelos de previsión a corto plazo del BCE señalan que el comercio mundial creció, en promedio, un 0,7 % en 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 disruptpciones 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 %.

2

Actividad económica

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.

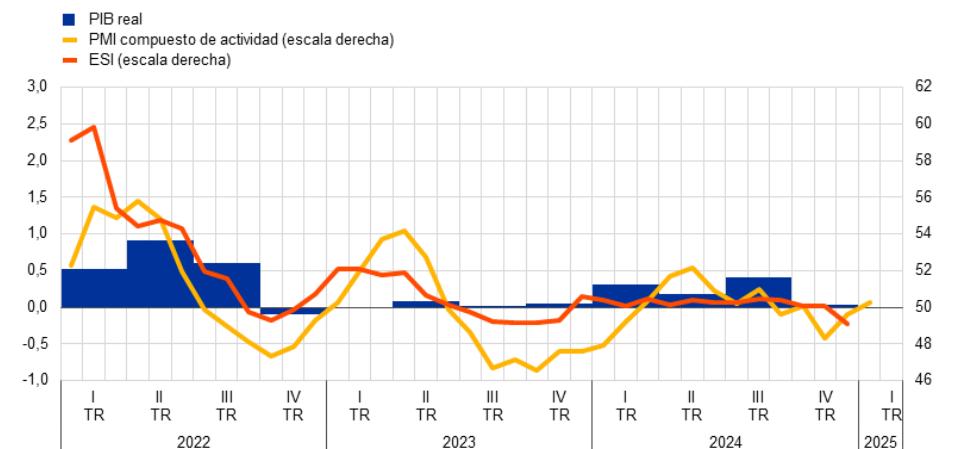
³ La tasa de crecimiento interanual se basa en cifras desestacionalizadas y ajustadas de efectos de calendario. No se dispone de datos sin ajustar para todos los Estados miembros incluidos en las estimaciones preliminares del PIB.

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)



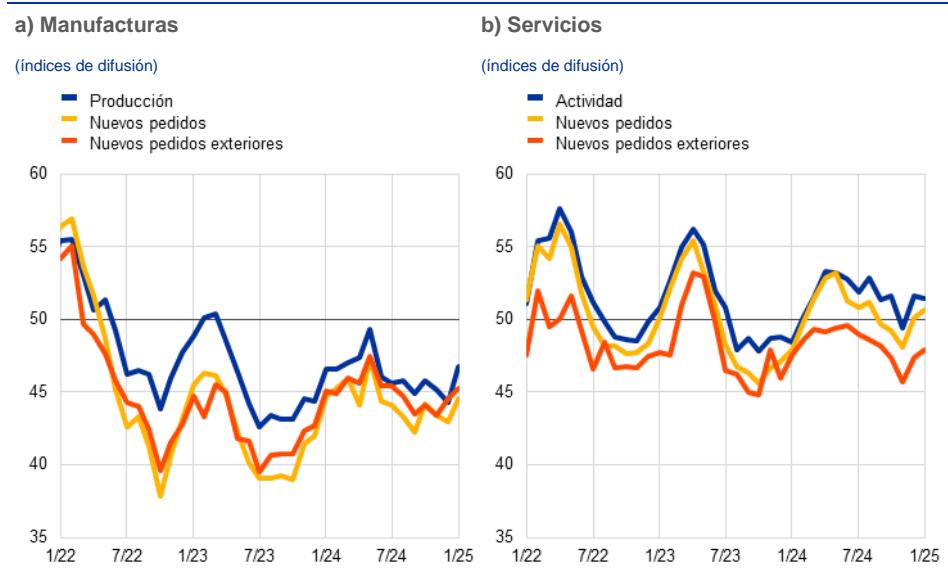
Fuentes: Eurostat, Comisión Europea y S&P Global.

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 reescaliza 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 continua 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



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.

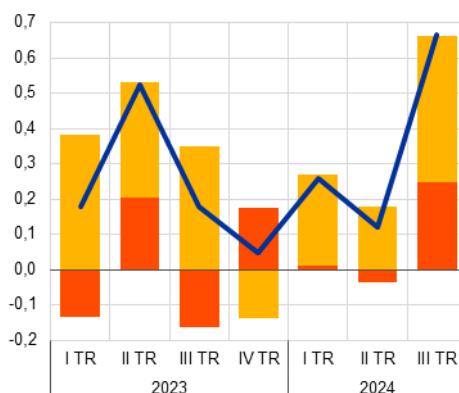
Gráfico 6

Renta, consumo y ahorro de los hogares

a) Consumo privado real

(tasas de variación intertrimestral y contribuciones en puntos porcentuales)

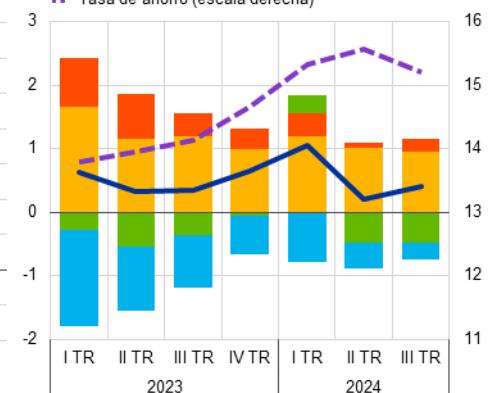
- Consumo privado real
- Bienes
- Servicios



b) Renta y ahorro

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

- Renta real de los hogares
- Rentas del trabajo
- Rentas no salariales
- Renta fiscal
- Deflactor del consumo
- Tasa de ahorro (escala derecha)

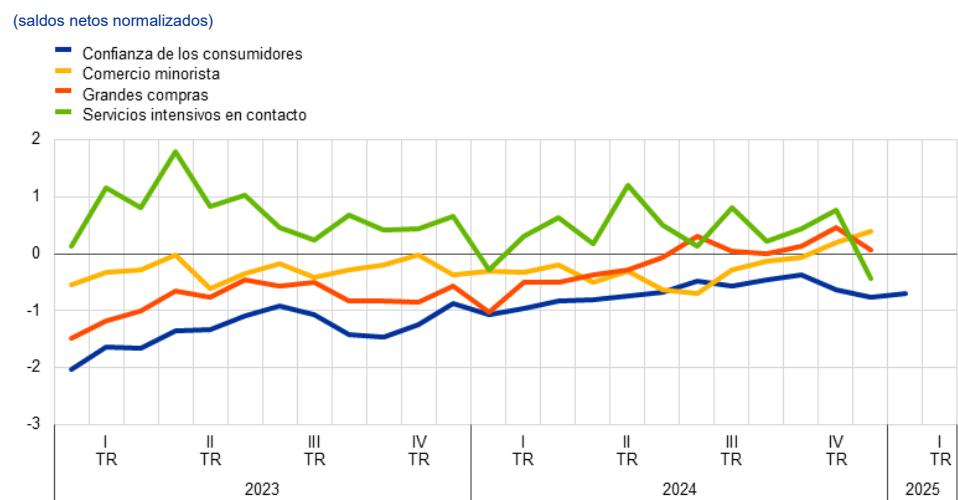


Fuentes: Eurostat, Comisión Europea y cálculos del BCE.

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



Fuentes: Eurostat, Comisión Europea y cálculos del BCE.

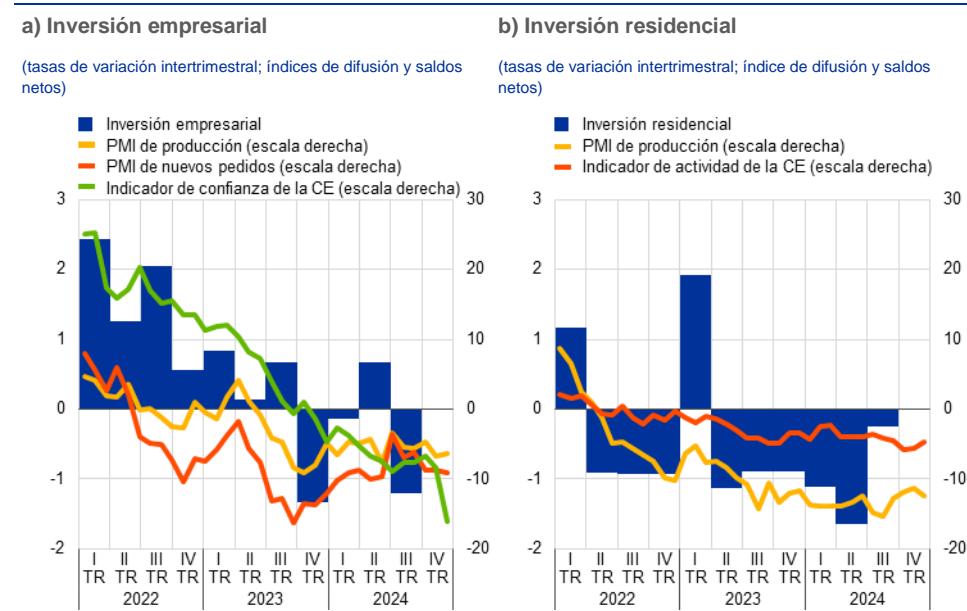
Notas: Las expectativas empresariales sobre la demanda de servicios intensivos en contacto y las expectativas sobre el comercio minorista se refieren a los tres meses siguientes, mientras que las expectativas de los consumidores sobre el gasto en grandes compras se refieren a los doce meses siguientes. 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.

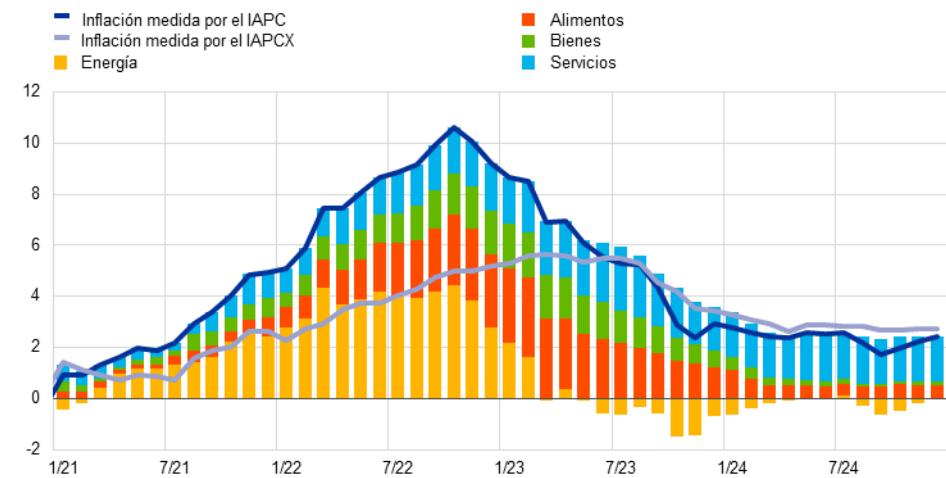
La inflación general de la zona del euro, medida por el Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC), aumentó hasta el 2,4 % en diciembre, desde el 2,2 % registrado en noviembre (gráfico 9). Este aumento tuvo su origen, principalmente, en el incremento de la tasa de variación de los precios de la energía 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.

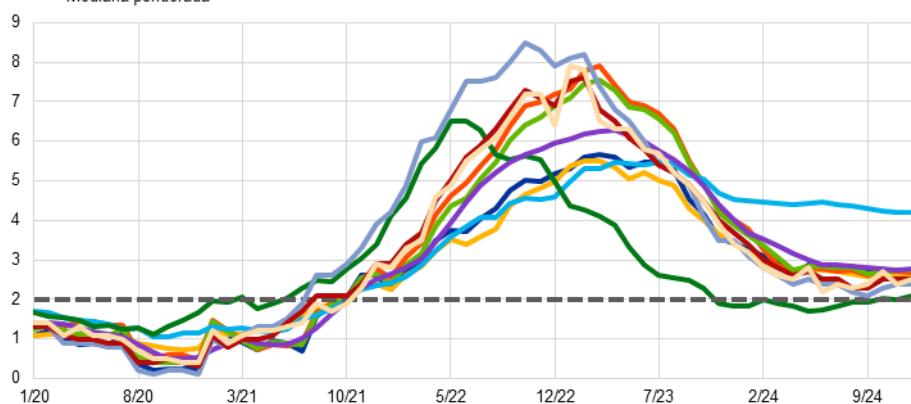
⁶ Para más información, véase P. R. Lane, «[Underlying inflation: an update](#)», discurso pronunciado en la conferencia organizada por el Federal Reserve Bank of Cleveland y el BCE titulada «Inflation: Drivers and Dynamics Conference 2024», 24 de octubre de 2024.

Gráfico 10

Indicadores de la inflación subyacente

(tasas de variación interanual)

- IAPCX
- IAPCXX
- IAPC, excluida la energía
- IAPC, excluidos los alimentos no elaborados y la energía
- Inflación interna
- PCCI
- Supercore
- Media recortada (10 %)
- Media recortada (30 %)
- Mediana ponderada



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

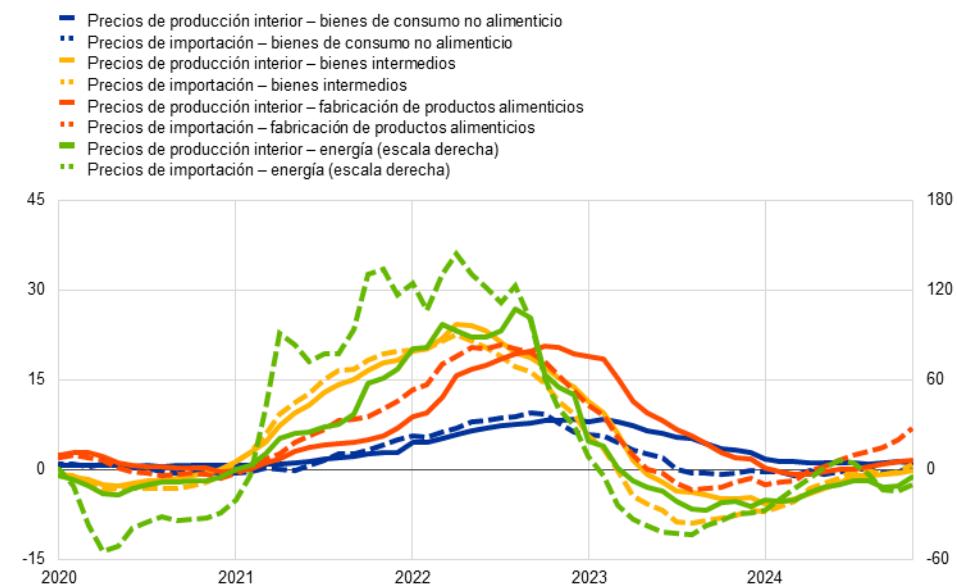
Notas: La línea discontinua gris representa el objetivo de inflación del 2 % a medio plazo del BCE. Las últimas observaciones corresponden a diciembre de 2024.

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.

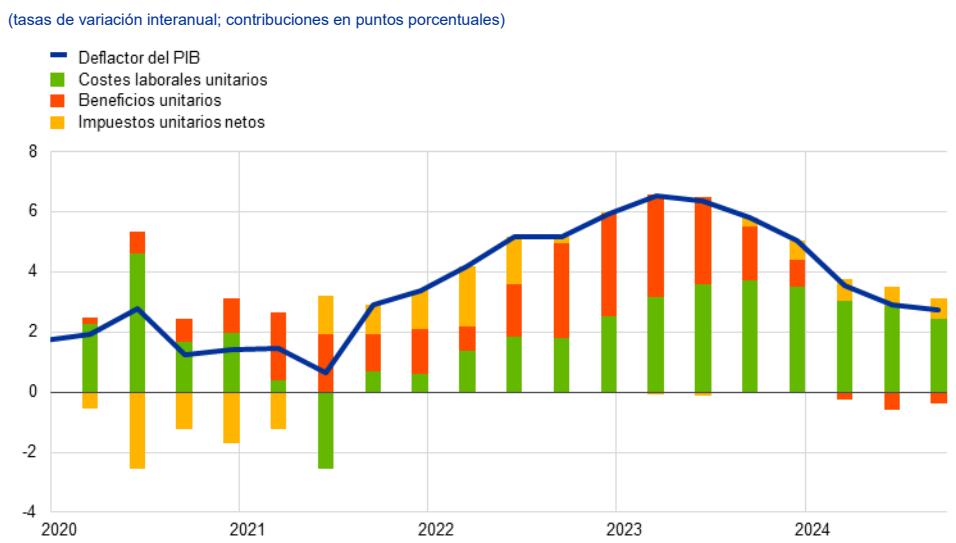
Nota: Las últimas observaciones corresponden a noviembre de 2024.

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



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.

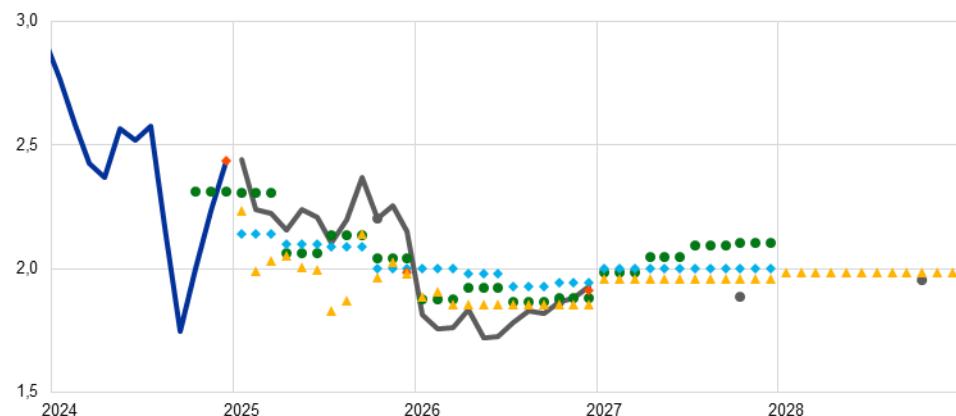
Gráfico 13

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)

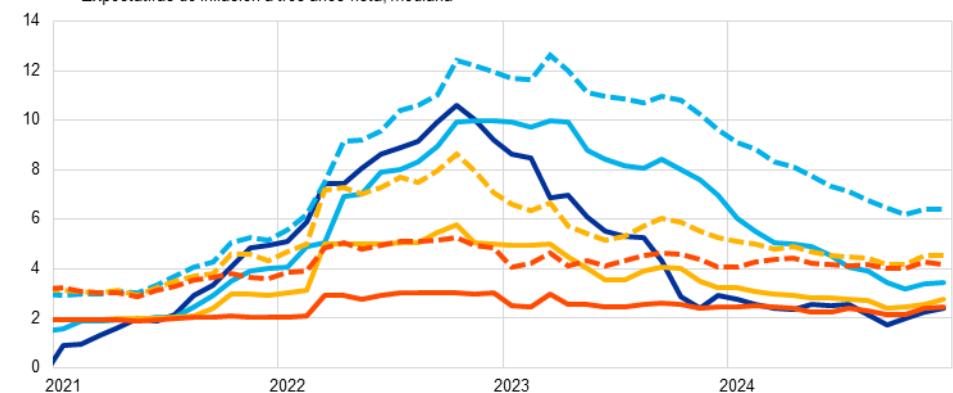
- IAPC
- Fixings (29 de enero de 2025)
- Indicadores de mercado de la compensación por inflación (29 de enero de 2025)
- Proyecciones macroeconómicas del Eurosystema (diciembre de 2024)
- ◆ SMA (enero de 2025)
- ◆ EPE (I TR 2025)
- ▲ Consensus Economics (enero de 2025)



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

(tasas de variación interanual)

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



Fuentes: Eurostat, LSEG, Consensus Economics, BCE (SMA, EPE, CES), Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosystema 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 Eurosystema 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.

4

Evolución de los mercados financieros

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).

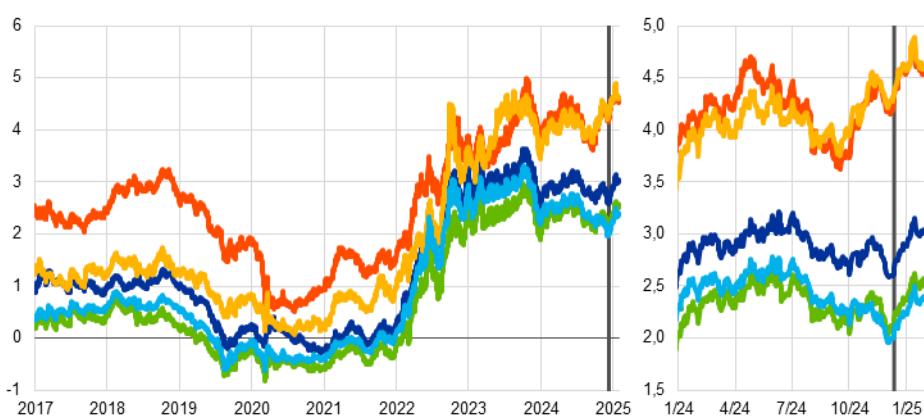
Al final del período de referencia, el rendimiento de la deuda soberana a diez años de la zona del euro ponderado por el PIB se situó en el 3 %, 35 puntos básicos por encima de su nivel inicial. Como resultado, el diferencial con respecto al tipo OIS se amplió 4 puntos básicos. Los diferenciales de la 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)

- Media ponderada por el PIB de la zona del euro
- Estados Unidos
- Reino Unido
- Alemania
- Tipo OIS a diez años de la zona del euro



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.

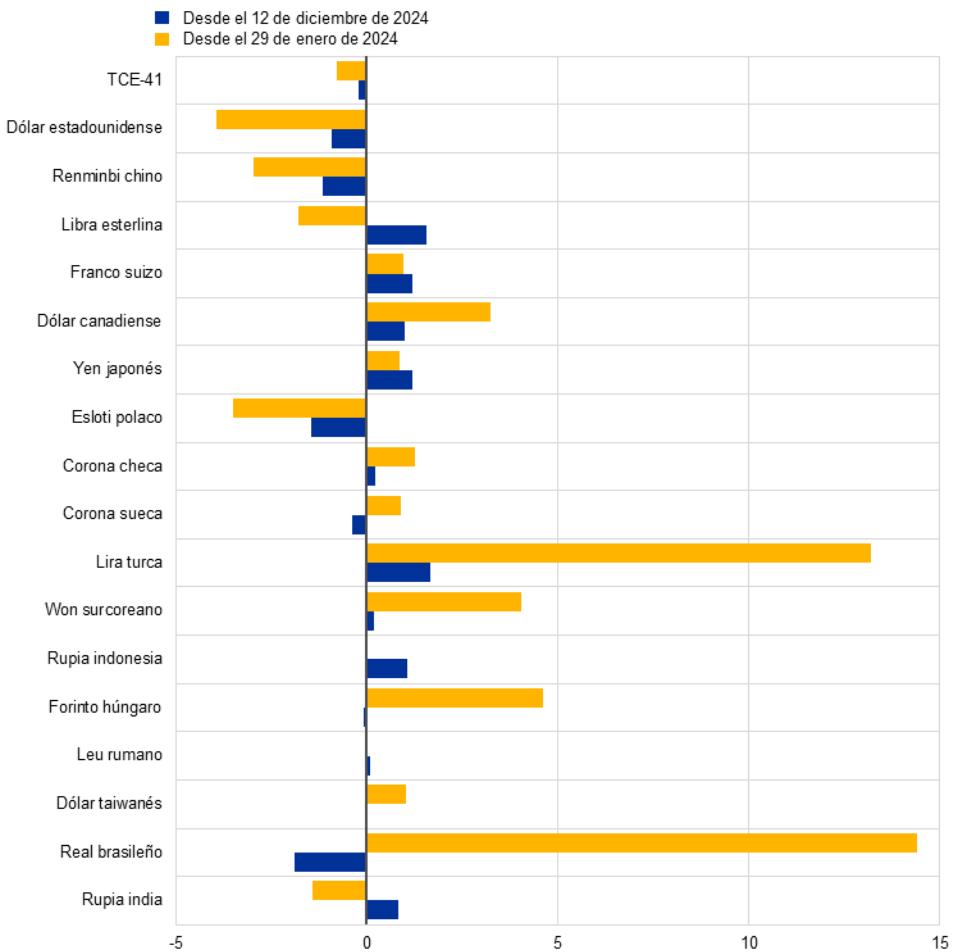
Los diferenciales de los bonos corporativos se redujeron tanto en el segmento de grado de inversión como en el de alta rentabilidad. El sentimiento positivo de los mercados también se reflejó en los diferenciales de los bonos corporativos, que, en un entorno de cierta volatilidad, se redujeron 5 puntos 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.

5

Condiciones de financiación y evolución del crédito

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.

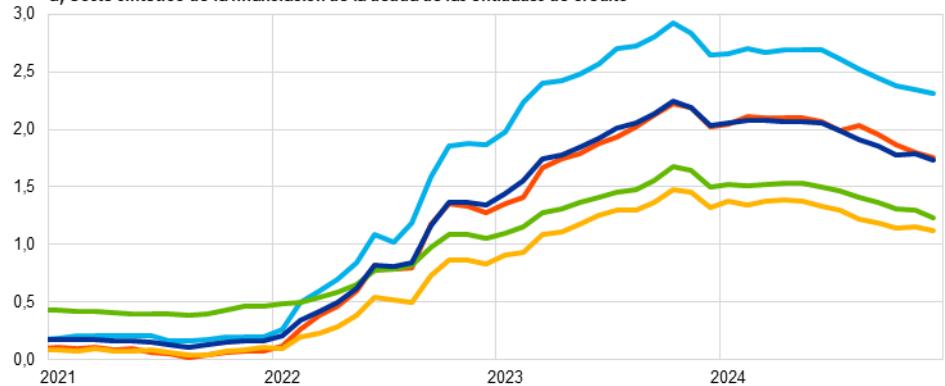
Gráfico 16

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

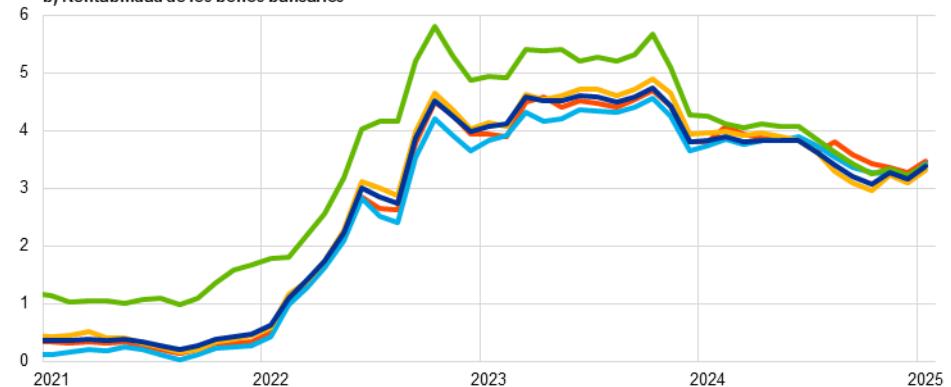
(porcentajes)

- 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).

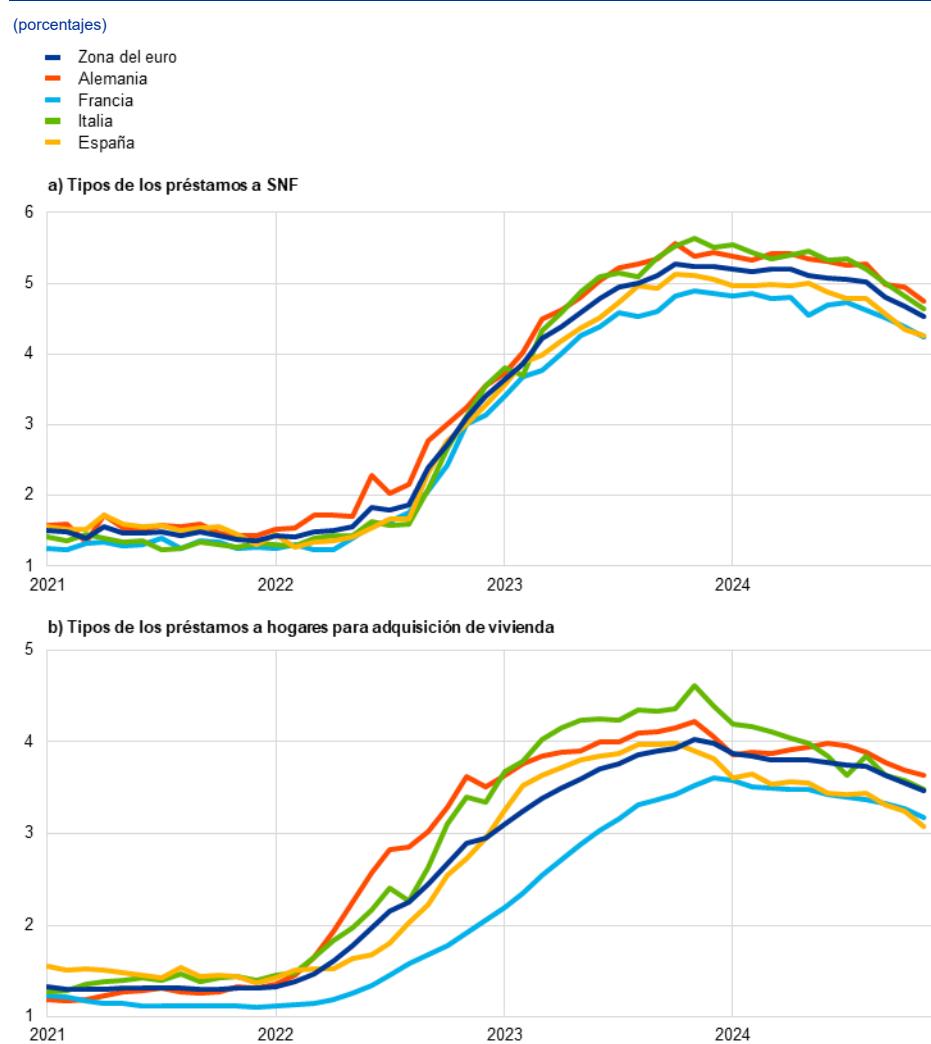
Los tipos de interés del crédito bancario concedido a las empresas y a los hogares continuaron disminuyendo.

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



Fuentes: BCE y cálculos del BCE.

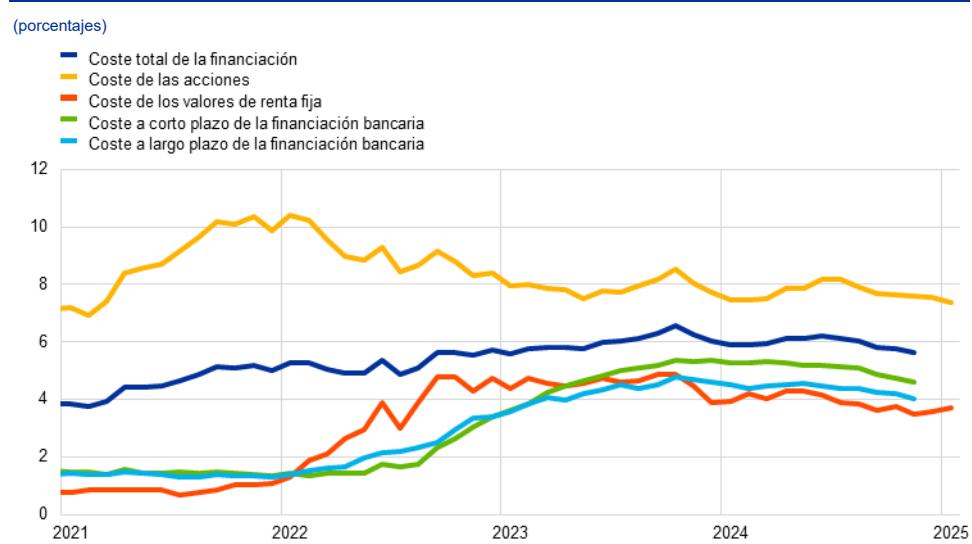
Notas: «SNF» corresponde a «sociedades no financieras». Los tipos de interés sintéticos de los préstamos bancarios se calculan agregando los tipos a corto y a largo plazo utilizando una media móvil de 24 meses del volumen de nuevas operaciones. Las últimas observaciones corresponden a noviembre de 2024.

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.

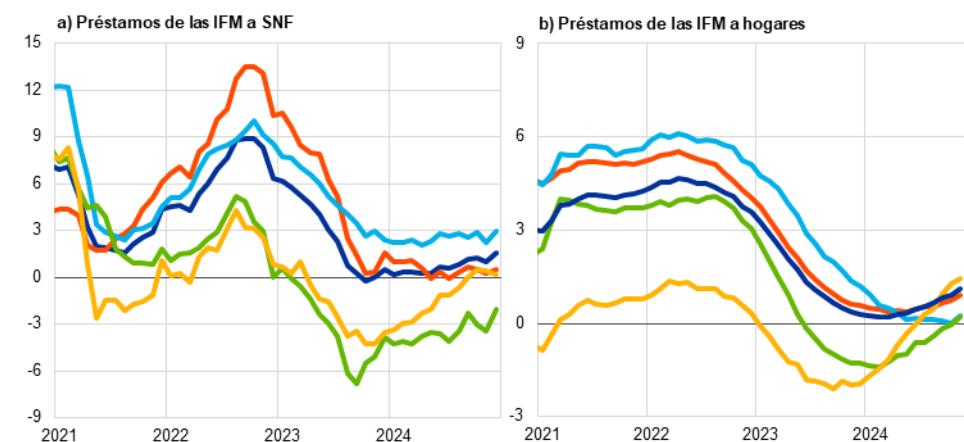
estando impulsada por los préstamos para adquisición de vivienda. El crédito para consumo creció un 3,6 % en diciembre, mientras que los préstamos a hogares para otros fines, que incluyen los concedidos a empresarios individuales, siguieron contrayéndose, si bien a un ritmo menor. La [encuesta del BCE 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)

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



Fuentes: BCE y cálculos del BCE.

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

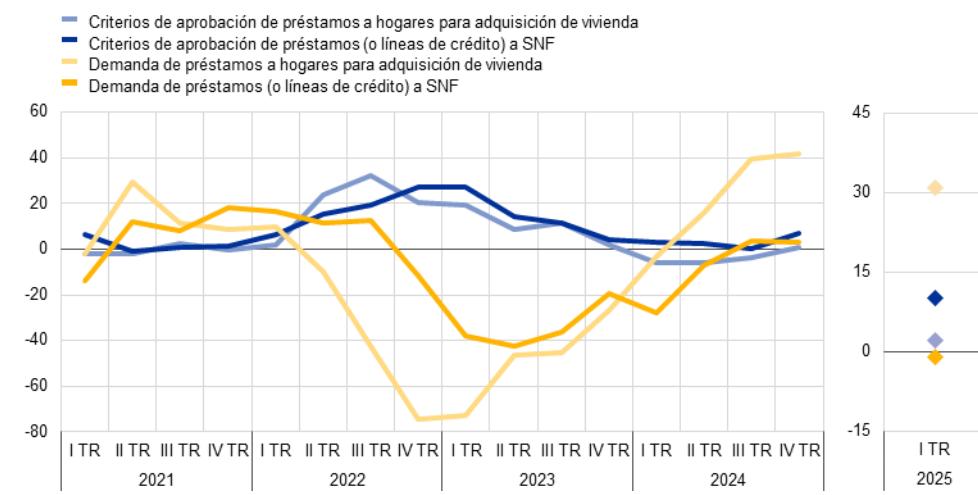
concesión de los préstamos para adquisición de vivienda, la tolerancia al riesgo y la percepción de riesgos de los bancos contribuyeron al endurecimiento. En relación con los préstamos a hogares para consumo y otros fines, las entidades indicaron un aumento (neto) del porcentaje de solicitudes denegadas 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 considerablemente» y «ha disminuido en cierta medida». 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 Eurosystema

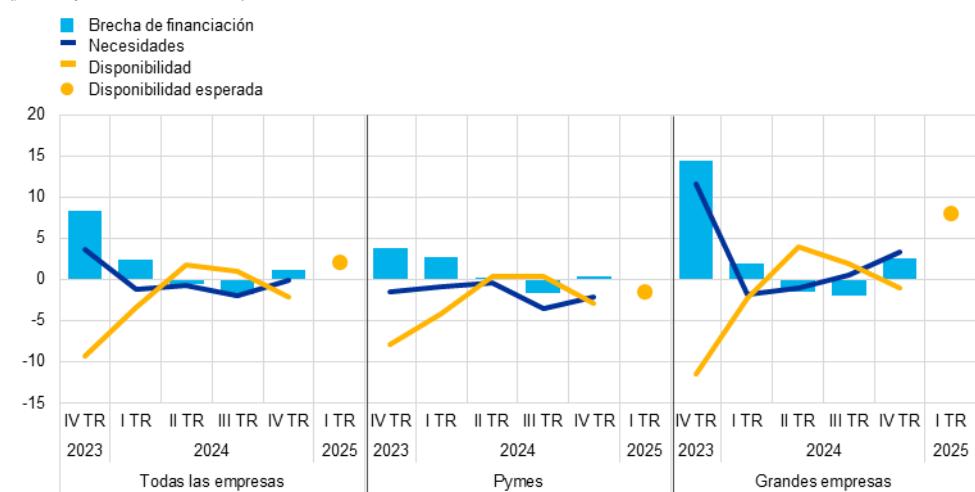
había tenido un impacto neutral en sus condiciones de financiación en el segundo semestre de 2024, y anticipaban efectos similares en el primer semestre de 2025.

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 señalaban 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

(porcentaje neto de encuestados)



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).

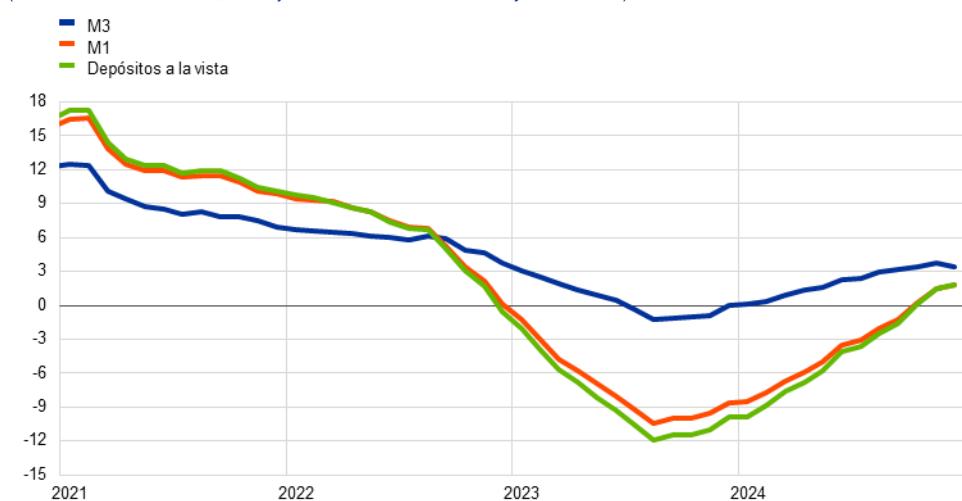
Las empresas indicaron que la necesidad de préstamos bancarios no había cambiado y que su disponibilidad había registrado una ligera disminución, y pocas de ellas esperaban mejoras notables en dicha disponibilidad en los tres meses siguientes (gráfico 21). El leve descenso de la disponibilidad de préstamos 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.

Recuadros

1 Perspectivas de inflación de los servicios en Estados Unidos y en el Reino Unido

Filippo Arigoni, Baptiste Meunier, Isabella Moder y Adrian Schmith

Aunque en los dos últimos años la inflación general ha experimentado una desaceleración significativa en las economías avanzadas, la tasa de variación de los precios de los servicios se ha mantenido en niveles elevados. Desde que alcanzó un máximo a mediados de 2022, la inflación general en las economías avanzadas (excluida la zona del euro) ha disminuido considerablemente, sobre todo gracias a la contribución decreciente o negativa de los precios de la energía y de los bienes que forman parte de la inflación subyacente (gráfico A). Al mismo tiempo, la tasa de variación de los precios de los servicios ha permanecido en niveles altos, y es, con diferencia, el componente más importante de la inflación general¹. En este recuadro se analizan los principales determinantes de la inflación de los servicios en Estados Unidos y en el Reino Unido, y se establece una distinción entre la tasa de variación de los precios de los servicios, excluidos los alquileres, y la inflación de los alquileres, debido a que siguen una dinámica diferente. Concretamente, el recuadro pone de relieve el papel que desempeña el tensionamiento del mercado de trabajo y la dinámica de recuperación del poder adquisitivo observada en la inflación de los servicios, excluidos los alquileres².

¹ Uno de los factores que explican la notable contribución de la inflación de los servicios en comparación con la de los bienes que forman parte de la inflación subyacente, la energía o los alimentos, es el mayor peso que tienen los servicios en el índice de precios de consumo (IPC): según las ponderaciones de la OCDE representan el 53,9 %, frente al 25,6 % correspondiente a los bienes incluidos en la inflación subyacente, el 12,7 % a los alimentos y el 7,8 % a la energía. Esto también puede reflejar una transmisión de las perturbaciones de los precios de la energía a la inflación de los servicios más lenta que a la de la energía y los bienes que forman parte de la inflación subyacente (véase, por ejemplo, L. Kilian, «The Economic Effects of Energy Price Shocks», *Journal of Economic Literature*, vol. 46, número 4, diciembre de 2008, pp. 871-909).

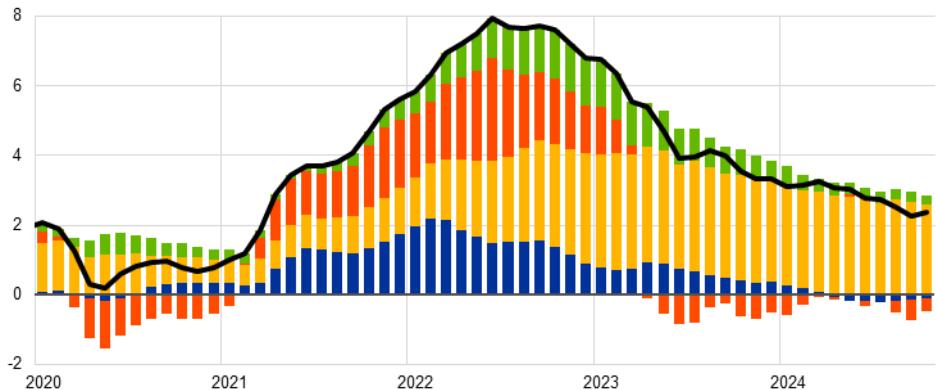
² Para un análisis del papel de la dinámica de recuperación del poder adquisitivo observada en la inflación salarial en la zona del euro, véase el recuadro titulado «[La evolución reciente de los salarios y el papel de la deriva salarial](#)», *Boletín Económico*, número 6, BCE, 2024.

Gráfico A

Inflación general en una selección de economías avanzadas

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)

- Bienes que forman parte de la inflación subyacente
- Servicios
- Energía
- Alimentos
- General



Fuentes: OCDE, Haver y cálculos del BCE.

Notas: Los datos se han elaborado como la media ponderada de ocho economías avanzadas (Estados Unidos, Reino Unido, Canadá, Japón, Noruega, Dinamarca, Suecia y Suiza), excluida la zona del euro. Las últimas observaciones corresponden a octubre de 2024.

En el caso de la inflación de los servicios, excluidos los alquileres, un análisis empírico sugiere que el crecimiento de los salarios ha sido uno de los determinantes clave. Los resultados de un análisis econométrico indican que, en general, la inflación salarial ha sido el motor principal de la inflación de los servicios, excluidos los alquileres (gráfico B)³. Los precios de los insumos también desempeñaron un papel importante en el fuerte aumento de la inflación de los servicios en 2022 y 2023, cuando la tasa de variación de los precios de producción se vio impulsada al alza por los cuellos de botella en la oferta y por las grandes perturbaciones energéticas, y alcanzó niveles que duplicaron los registrados antes del estallido de la pandemia de COVID-19⁴. Sin embargo, a medida que las presiones sobre los precios de los insumos han disminuido como consecuencia de la fuerte desaceleración observada en la tasa de crecimiento de los precios de producción, las presiones sobre los salarios nominales han pasado a ser el factor más influyente en la inflación de los servicios. Así pues, el origen de las presiones inflacionistas se ha desplazado hacia factores internos, en detrimento de los

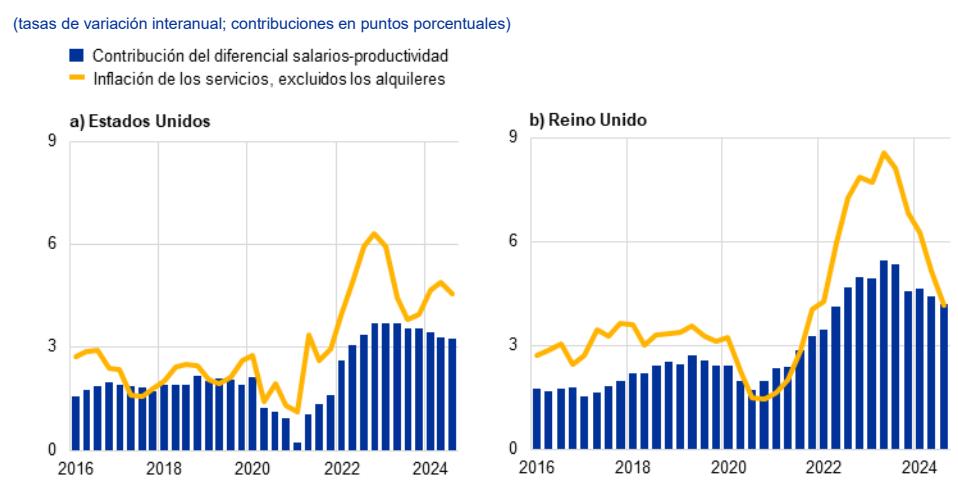
³ El modelo, basado en el *Monetary Policy Report – August 2024* (informe de política monetaria de agosto de 2024) del Banco de Inglaterra, es un modelo autorregresivo de retardos distribuidos (ARDL, por sus siglas en inglés) —en el que la inflación de los servicios, excluidos los alquileres, es una variable endógena, mientras que el crecimiento de los salarios nominales, la productividad del trabajo y la tasa de variación de los precios de producción son variables exógenas— y se estima a partir de datos trimestrales del período comprendido entre 1988 y 2024. En consonancia con la literatura que pone de relieve que las variaciones de los precios se ven influidas por el diferencial entre los salarios nominales y la productividad del trabajo (cuando el crecimiento de estos salarios supera el de la productividad del trabajo, el coste de la mano de obra por unidad de producto aumenta, lo que eleva los precios; véase, por ejemplo, G. Barlevy y L. Hu, «*Unit Labor Costs and Inflation in the Non-Housing Service Sector*», *Chicago Fed Letter*, n.º 477, Federal Reserve Bank of Chicago, marzo de 2023), la contribución del diferencial salarios-productividad se calcula sumando las contribuciones del crecimiento de los salarios nominales (con un coeficiente positivo en el modelo, dado que la subida de los salarios se transmite, en cierta medida, a los precios de consumo) y de la productividad del trabajo (con un coeficiente negativo en el modelo, puesto que el incremento de la productividad reduce los precios unitarios).

⁴ Los precios de producción se refieren a los productos agrícolas y a los bienes manufacturados en el caso de Estados Unidos, y, en el Reino Unido, a los bienes manufacturados.

factores globales, lo que refleja la aparición de efectos de segunda vuelta a medida que los salarios nominales empiezan a recuperar la pérdida de poder adquisitivo por la inflación⁵. Esta evolución es coherente con la persistencia de una elevada tasa de variación de los salarios nominales en Estados Unidos y en el Reino Unido, que se situó en el 3,9 % y el 5,3 %, respectivamente, en el segundo trimestre de 2024, y con la persistencia de la inflación de los servicios, pese a las presiones a la baja derivadas de otros factores.

Gráfico B

Contribución de los salarios a la inflación subyacente de los servicios, excluidos los alquileres



Fuentes: Fuentes nacionales, OCDE y cálculos del BCE.

Notas: La descomposición se basa en el [Monetary Policy Report – August 2024](#) del Banco de Inglaterra. El modelo empleado es un modelo ARDL estimado a partir de datos trimestrales del período comprendido entre 1988 y 2024 e incluye la inflación de los servicios (excluidos los alquileres), el crecimiento de los salarios, la productividad del trabajo y la tasa de variación de los precios de producción. El diferencial salarios-productividad se calcula como la suma de las contribuciones respectivas del crecimiento de los salarios nominales y de la productividad del trabajo. Las últimas observaciones corresponden al tercer trimestre de 2024.

El tensionamiento del mercado de trabajo y la dinámica de recuperación del poder adquisitivo han sido los factores que más han contribuido a la aceleración que experimentó el avance de los salarios tras la pandemia y a su reciente moderación. Un estudio de los factores que explican la inflación de los salarios nominales sugiere que gran parte de la evolución del crecimiento salarial en Estados Unidos y en el Reino Unido puede atribuirse al tensionamiento del mercado laboral y a la inflación retardada, como consecuencia de los efectos de segunda vuelta derivados de la recuperación de los salarios nominales para ajustarse a la inflación anterior (gráfico C)⁶. En Estados Unidos, tanto el tensionamiento del mercado de trabajo como las elevadas tasas de inflación han contribuido a la aceleración de los salarios desde 2021. Tras alcanzar un máximo a mediados de 2022, el crecimiento de

⁵ Aunque los márgenes de las empresas no se incluyen directamente en el modelo, es posible que hayan influido también en el repunte de la inflación, como se evidencia, en el caso de Estados Unidos, en R. Gerinovics y L. Metelli, «[The evolution of firm markups in the US and implications for headline and core inflation](#)», VoxEU, Centre for Economic Policy Research, diciembre de 2023, y, para el Reino Unido, en P. Bunn, L. S. Anayi, N. Bloom, P. Mizen, G. Thwaites e I. Yotzov, «[Firming up Price Inflation](#)», NBER Working Paper, n.º 30505, National Bureau of Economic Research, septiembre de 2022.

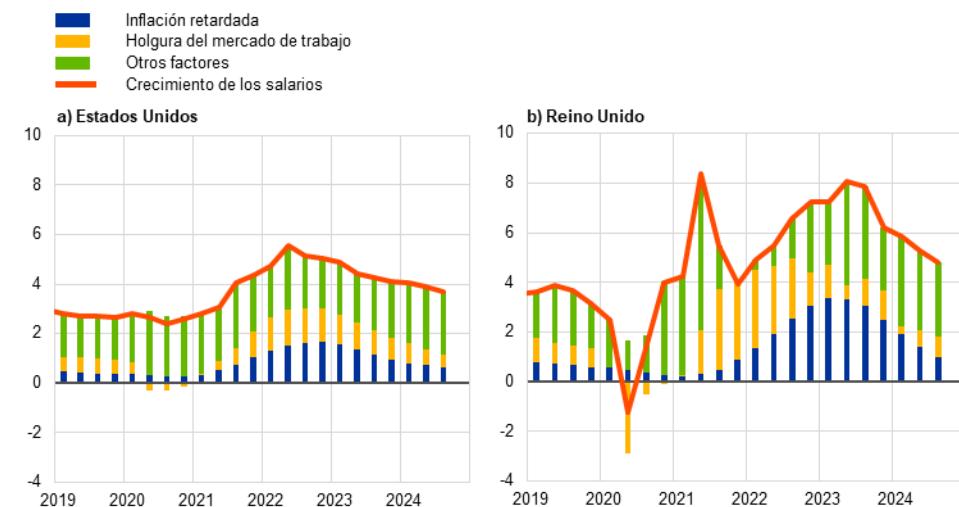
⁶ Véase J. L. Yellen, «[Inflation, Uncertainty, and Monetary Policy](#)», discurso pronunciado en la 59.^a reunión anual de la National Association for Business Economics, Board of Governors of the Federal Reserve System, 26 de septiembre de 2017.

los salarios empezó a disminuir de nuevo, lo que fue atribuible tanto a la relajación de las tensiones en el mercado de trabajo como al descenso de la inflación. En cambio, en el Reino Unido, estos dos factores contribuyeron al avance de los salarios en momentos distintos. El tensionamiento del mercado de trabajo influyó de manera considerable en la aceleración inicial de los salarios después de mediados de 2021, principalmente como consecuencia de condiciones específicas imperantes en el Reino Unido como la disminución de la población activa causada por el aumento de las enfermedades de larga duración y de la escasez de mano de obra como resultado del Brexit⁷. La inflación retardada, probablemente relacionada con efectos de segunda vuelta, empezó a desempeñar un papel más destacado en la segunda mitad de 2022. Desde finales de 2022 y principios de 2023, el tensionamiento del mercado de trabajo ha comenzado a moderarse, mientras que la inflación retardada ha seguido siendo el motor principal del crecimiento de los salarios por encima de los niveles registrados antes de la pandemia⁸.

Gráfico C

Descomposición del crecimiento de los salarios nominales

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Bureau of Labor Statistics y Bureau of Economic Analysis de Estados Unidos, Office for National Statistics del Reino Unido, OCDE y cálculos del BCE.

Notas: La descomposición se basa en J. L. Yellen, «[Inflation, Uncertainty, and Monetary Policy](#)», *op. cit.* El modelo utiliza el crecimiento de los salarios del sector privado, la productividad del trabajo, la inflación retardada y la holgura del mercado de trabajo, y se estima a partir de datos del período comprendido entre 2007 y 2023. Las últimas observaciones corresponden al tercer trimestre de 2024.

Los indicadores prospectivos apuntan a una moderación del avance de los salarios. En general, se considera que el Indeed Wage Tracker es un indicador

⁷ Véase G. Li y C. Mulas-Granados, «[The Recent Decline in United Kingdom Labor Force Participation: Causes and Potential Remedies](#)», *IMF Selected Issues Papers*, n.º 2023/051, Fondo Monetario Internacional, julio de 2023.

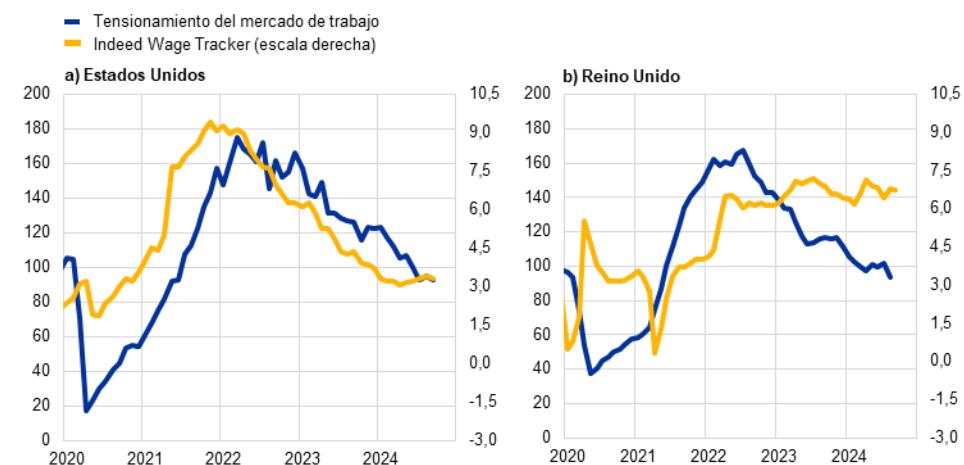
⁸ En el Reino Unido, las variaciones en la contribución de la holgura del mercado de trabajo a la inflación salarial observadas desde 2023 reflejan la volatilidad de la tasa de paro oficial, debido, en gran parte, al fuerte descenso de la tasa de actividad en la encuesta de población activa. Mientras tanto, las vacantes se han reducido de forma moderada y continua en el mismo período, en consonancia con la relajación de las presiones. El crecimiento negativo de los salarios durante la pandemia puede atribuirse al programa de regulación temporal de empleo que estuvo vigente entre marzo de 2020 y septiembre de 2021 y que llevó a una caída de los ingresos de algunos trabajadores acogidos a ese programa.

adelantado del crecimiento salarial, ya que se basa en los salarios que figuran en las nuevas ofertas de empleo publicadas en internet. Los últimos datos de dicho indicador apuntan a un descenso del crecimiento de los salarios en Estados Unidos y a una estabilización en niveles relativamente elevados en el Reino Unido (gráfico D). En el tercer trimestre de 2024, el Indeed Wage Tracker de Estados Unidos osciló entre el 3 % y el 3,5 % por tercer trimestre consecutivo, mostrando signos de estabilización en el nivel previo a la pandemia. En el Reino Unido, el indicador se ha estabilizado en una tasa de crecimiento interanual del 6 % al 7 % en los tres últimos trimestres. Por lo tanto, si bien la serie del crecimiento de los salarios nominales correspondiente al Reino Unido está mostrando señales claras de desinflación gradual (gráfico C), y las perspectivas de las encuestas de opiniones empresariales apuntan a una moderación, persiste cierta incertidumbre en torno a su alcance, como sugiere el valor del Indeed Wage Tracker que no ha variado. Los últimos datos de la ratio vacantes/desempleo, un indicador del tensionamiento del mercado de trabajo, también mostraron signos notables de moderación y un retorno a las medias registradas antes de la pandemia en ambos países. Esta evolución es coherente con un enfriamiento probable, aunque retardado, de la inflación salarial en el Reino Unido en el futuro.

Gráfico D

Indicadores prospectivos del tensionamiento del mercado de trabajo y de los salarios

(escala izquierda: índice: 2019 = 100; escala derecha: tasas de variación interanual)



Fuentes: Bureau of Labor Statistics y Bureau of Economic Analysis de Estados Unidos, Office for National Statistics del Reino Unido, Indeed Hiring Lab y cálculos del BCE.

Notas: El tensionamiento del mercado de trabajo se mide como la ratio vacantes/desempleados. Las últimas observaciones corresponden a septiembre de 2024.

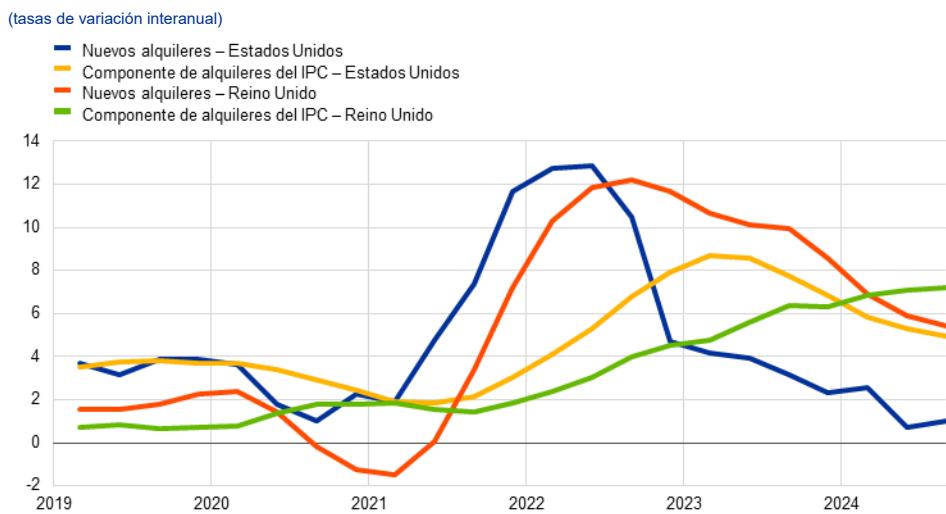
Asimismo, la tasa de variación de los alquileres representa una parte no desdeñable de la inflación de los servicios en Estados Unidos y en el Reino Unido. La inflación de los alquileres (excluida la vivienda en régimen de propiedad) representa el 12 % y el 16 % de la inflación de los servicios en Estados Unidos y en el Reino Unido, respectivamente⁹. La tasa de variación de los alquileres tiende a mostrar una fuerte persistencia, dado que solo los nuevos contratos y los renegociados por razones contractuales afectan al stock de contratos de alquiler. Por consiguiente, las fuertes perturbaciones inflacionistas —como las observadas en los últimos años— se

⁹ En la zona del euro, los alquileres representan el 13 % de la inflación de los servicios.

transmiten a la inflación general de los alquileres con cierto retraso. A partir de 2021, la tasa de variación de los alquileres se elevó en el Reino Unido e incluso en mayor medida en Estados Unidos, donde parece haber alcanzado un máximo a mediados de 2023 (gráfico E). Los datos procedentes de agencias de alquiler independientes sobre nuevos contratos de alquiler —que muestran una elevada correlación con la inflación de los alquileres un año después, medida por el componente del IPC— sugieren que, a corto plazo, dicha inflación debería seguir reduciéndose en Estados Unidos y comenzar a moderarse en el Reino Unido.

Gráfico E

Indicadores adelantados de la inflación de los alquileres



Fuentes: Haver, Zoopla Rental Index (Reino Unido) y Bureau of Labor Statistics de Estados Unidos.

Notas: Observaciones trimestrales calculadas como medias de tres meses de datos mensuales. Las últimas observaciones corresponden al tercer trimestre de 2024. Por motivos de disponibilidad de datos, la observación correspondiente al tercer trimestre de 2024 de «Nuevos alquileres – Reino Unido» se refiere a julio de 2024.

Una moderación del crecimiento de los salarios y de la tasa de variación de los alquileres debería reducir la inflación de los servicios, aunque el ritmo de desinflación sigue siendo incierto. Los indicadores adelantados apuntan a una ralentización del avance de los salarios y de la tasa de variación de los alquileres en un contexto de política monetaria todavía restrictiva en ambas jurisdicciones. En caso de que el crecimiento de los salarios y la tasa de variación de los alquileres experimenten a corto plazo una desaceleración acorde con estos indicadores adelantados, cabe esperar que la inflación de los servicios se reduzca en el Reino Unido y en Estados Unidos. No obstante, el ritmo de desinflación sigue siendo incierto, y un crecimiento elevado y prolongado de los salarios podría contribuir a una persistencia mayor de la esperada de la inflación de los servicios, sobre todo si se mantienen las tensiones en el mercado de trabajo o si los trabajadores continúan demandando salarios más altos en respuesta a la erosión de los salarios reales por la inflación pasada. Además, los cambios estructurales en la fijación de precios y de salarios podrían haber contribuido a la persistencia reciente de la inflación y podrían continuar haciéndolo en los próximos meses¹⁰.

¹⁰ Véase el recuadro titulado «Alternative cases for the persistence of domestic inflationary pressures» en [Monetary Policy Report – November 2024](#), Banco de Inglaterra, noviembre de 2024.

2

¿Están aumentando las rentas reales? La percepción de los hogares y su impacto en el consumo

Adam Baumann, Luca Caprari, Georgi Kocharkov y Omiros Kouavas

En los últimos años, el consumo privado se ha incrementado a un ritmo más lento que la renta real disponible¹. En el gráfico A se presentan las trayectorias divergentes de la renta real y del consumo privado real en los tres últimos años. Según las cuentas nacionales, la renta real de los hogares aumentó un 3,8 % entre el segundo trimestre de 2022 y el mismo trimestre de 2024. Sin embargo, el consumo privado real no siguió la misma tendencia y creció solo un 1,2 % en el mismo período. Está bien documentado que las experiencias personales pasadas afectan a las decisiones económicas de los hogares². Así pues, una posible explicación del menor crecimiento del consumo es que la reciente escalada de la inflación ha hecho mella en las creencias de los hogares y ha generado en ellos la percepción de que su renta real es inferior a la que realmente es³. Dado que este sector ajusta su consumo en función de estas creencias, dicha percepción puede afectar al gasto en consumo. En este recuadro se utilizan datos de la encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores (CES, por sus siglas en inglés) para analizar este factor en la zona del euro.

¹ Para un análisis más detallado de cómo las experiencias pueden «hacer mella» en los consumidores, véase U. Malmendier y L. S. Shen, «[Scarred Consumption](#)», *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 16, n.º 1, 2024, pp. 322-355. Para consultar trabajos anteriores sobre la evolución de la renta disponible de los hogares y las percepciones de estos al respecto, véase el recuadro titulado «[Consideraciones básicas sobre la medición de la renta de los hogares](#)», *Boletín Económico*, número 8, BCE, 2023. Otras posibles explicaciones del menor crecimiento del consumo podrían estar relacionadas con la reconstitución de los colchones tras una perturbación importante, con la incertidumbre sobre los acontecimientos geopolíticos o con los desfases temporales en los ajustes del gasto que no están asociados a la mella en las creencias.

² Para un resumen de los avances recientes en la economía del comportamiento en relación con la influencia de los efectos perdurables de experiencias pasadas en las decisiones económicas, véase U. Malmendier y J. A. Wachter, «[Memory of Past Experiences and Economic Decisions](#)», *The Oxford Handbook of Human Memory*, 2024.

³ Véase, por ejemplo, R. Colarieti, P. Mei y S. Stantcheva, «[The How and Why of Household Reactions to Income Shocks](#)» *NBER Working Paper*, n.º 32191, 2024.

Gráfico A

Renta real disponible y consumo real de los hogares

(II TR 2022 = 100)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

La escalada de la inflación observada en los últimos años ha tenido un impacto negativo en la percepción de los consumidores sobre su renta real.

En respuesta a una pregunta cualitativa formulada en la CES de septiembre de 2024, solo el 37 % de los encuestados (el 21 % en respuesta a la misma pregunta en septiembre de 2023) indicaron que la renta real de su hogar había aumentado o se había mantenido estable (panel a del gráfico B). Este porcentaje contrasta claramente con el crecimiento de la renta real de los mismos hogares atendiendo a sus rentas del trabajo nominales declaradas en 2023 y 2024 y con las tasas de inflación oficiales de cada país⁴. Estas rentas reales implícitas muestran que la renta real de más del 50 % del total de hogares experimentó un crecimiento positivo en el mismo período. Así pues, este sector tiene una percepción mucho más pesimista de su renta real de lo que implicaría su renta real efectiva, aunque esta percepción ha mejorado desde 2023. Esta situación sugiere que la reciente escalada de la inflación ha tenido un impacto negativo en la percepción de los hogares.

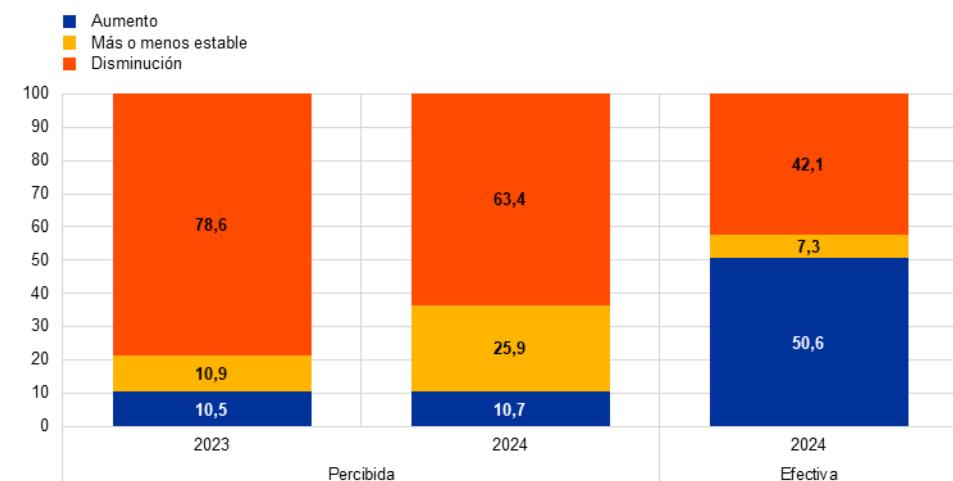
⁴ Cada trimestre, los hogares declaran sus rentas del trabajo (incluidas las rentas del trabajo por cuenta propia), lo que permite calcular las variaciones interanuales de la renta real de cada hogar utilizando las tasas de inflación oficiales. La utilización de la percepción de inflación de cada encuestado, en lugar de las tasas de inflación observadas, no modifica los resultados, y la percepción actual de la inflación no explica el pesimismo de las respuestas a la pregunta cualitativa. Por tanto, el pesimismo refleja la percepción de una perturbación negativa sobre la renta real que perdura en el tiempo.

Gráfico B

Renta real percibida y efectiva

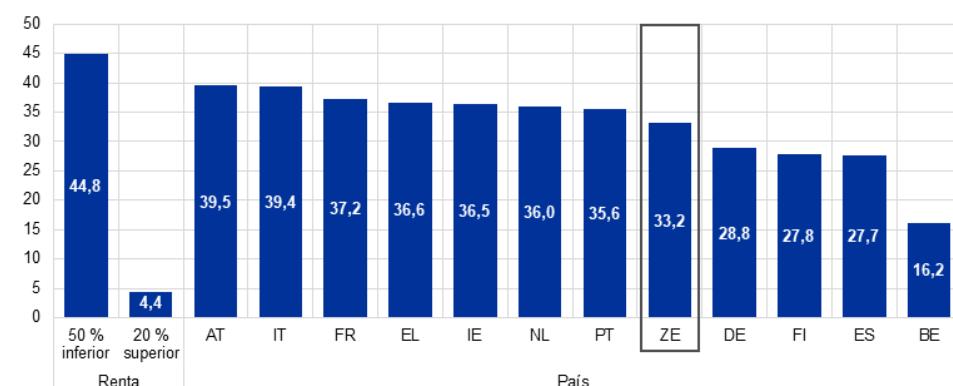
a) Variación de la renta real percibida y efectiva

(porcentaje de hogares)



b) Errores de percepción por percentiles de renta y países

(porcentaje neto de hogares pesimistas)



Fuente: Encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores (CES).

Notas: «ZE» corresponde a la zona del euro. Los panel a muestra la percepción de los hogares sobre su renta real en 2023 y 2024. Se formuló la siguiente pregunta a los encuestados: «Compare ahora la variación en porcentaje de los ingresos totales netos de su hogar con la variación en porcentaje de los precios en general durante los últimos doce meses, ¿cuál de las siguientes afirmaciones describe mejor esta evolución?». Las opciones de respuesta eran las siguientes: «Los ingresos totales netos de mi hogar... 1) han aumentado más que los precios en general, 2) han aumentado menos que los precios en general, 3) han disminuido, 4) han evolucionado en línea con los precios en general». La renta efectiva se basa en los niveles de rentas del trabajo nominales declaradas en 2023 y 2024 y en la inflación específica de cada país basada en el Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC). En el panel b, «porcentaje neto de hogares pesimistas» se refiere a la diferencia entre el porcentaje de hogares que percibieron una disminución de la renta real, si bien su renta real implícita se incrementó, y el porcentaje de hogares que percibieron un aumento de su renta real, si bien su renta real implícita se redujo. Los percentiles de renta se calculan utilizando los niveles de rentas del trabajo nominales declarados en 2023, por país. En los dos paneles, las últimas observaciones relativas a la renta efectiva corresponden a octubre de 2024.

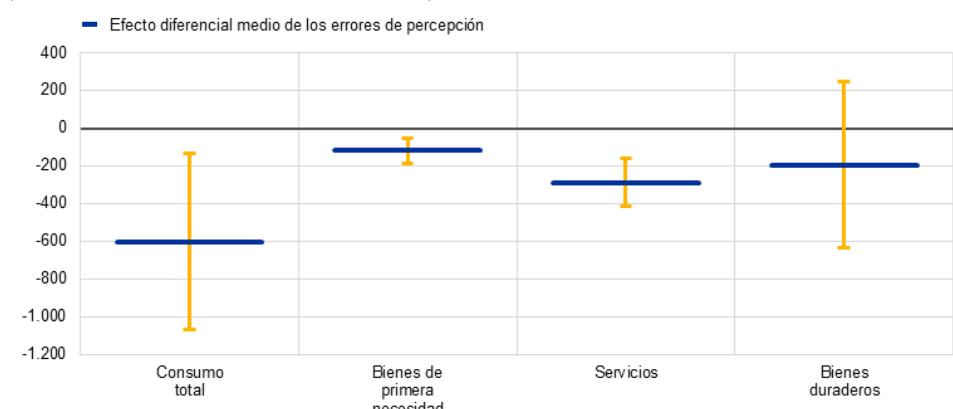
El pesimismo sobre la renta real está más extendido entre los hogares de menor renta. El porcentaje neto de pesimistas —o la diferencia entre el porcentaje de personas que subestiman las variaciones de su renta real y el porcentaje de personas que sobreestiman dichas variaciones— es mucho más elevado en la parte inferior de la distribución de la renta que en la superior (panel b del gráfico B). Es probable que esto refleje las diferencias en la composición de sus rentas (financieras vs. del trabajo), en su cesta de consumo o en su nivel de conocimientos financieros. La prevalencia de las percepciones pesimistas se distribuye de manera relativamente homogénea en todos los países de la muestra, excepto en Bélgica. La

percepción menos pesimista sobre la renta real entre los hogares belgas parece estar relacionada con la indexación generalizada (y bien entendida) de los salarios y otras rentas a la inflación en ese país, que ha acelerado el reajuste de las rentas nominales a los precios más altos⁵.

Las percepciones pesimistas sobre la renta real tienen un impacto negativo sobre el consumo. Sobre la base de las observaciones de los hogares que incrementaron su renta real entre 2023 y 2024, la muestra puede dividirse entre: i) hogares que aumentaron sus rentas reales y perciben acertadamente que han aumentado, y ii) hogares que aumentaron sus rentas reales y perciben que estas han disminuido. El impacto del pesimismo se estima comparando las variaciones en el consumo de estos dos grupos. En el caso de los hogares que creen que sus rentas han disminuido, aunque no lo hayan hecho, este pesimismo podría afectar negativamente a su consumo en comparación con los hogares que creen acertadamente que sus rentas reales se han incrementado. El gráfico C muestra la diferencia en la evolución total del consumo para estos dos grupos entre 2023 y 2024. Los hogares pesimistas muestran variaciones del consumo mucho más negativas que aquellos que perciben acertadamente un aumento de sus rentas. Esta diferencia es visible en todas las categorías de consumo, pero es mayor en los servicios que en los bienes de primera necesidad y los bienes duraderos.

Gráfico C Impacto del pesimismo en el consumo

(variaciones mensuales del consumo, 2023-2024, en euros)



Fuente: Encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores (CES).

Notas: Datos ponderados. Los errores de percepción se definen como aumentos de la renta real de los hogares que se han percibido como disminuciones. Las estimaciones se basan en una especificación de diferencias en diferencias entre 2023 y 2024 para los dos grupos (aumento de la renta real percibido como tal y aumento de la renta real percibido como una disminución). Las diferencias estimadas se ilustran en forma de barras, y las líneas de error verticales de color amarillo representan el intervalo de confianza del 90 %. Las últimas observaciones relativas a la renta efectiva corresponden a octubre de 2024.

A medida que los efectos perdurables de la reciente escalada de la inflación se disipen, se espera que el consumo se alinee con el crecimiento de la renta real. El fuerte aumento reciente de la inflación ha afectado considerablemente a la percepción de los hogares sobre su renta real, con un impacto negativo sobre el consumo. Dado que el pesimismo tras las grandes perturbaciones económicas

⁵ Véase, por ejemplo, J. Jonckheere y H. Zimmer, «Wage-price dynamics and monetary policy», *NBB Economic Review*, n.º 4, 2024.

suele desaparecer, aunque de forma gradual, el consumo debería cobrar impulso a medida que mejoren las percepciones sobre la renta real⁶.

⁶ La nueva literatura sobre economía del comportamiento, resumida por U. Malmendier en «[Experience Effects: The longlasting Effects of Crises and Other Past Experiences on Expectations and Economic Decisions](#)», ponencia presentada en el 2022 Pension Research Council Virtual Symposium, Wharton School de la Universidad de Pennsylvania, 31 de marzo de 2022, hace hincapié en el carácter gradual de los ajustes a perturbaciones económicas pasadas.

3

El papel de la demografía en la evolución reciente de la tasa de paro

Clémence Berson, António Dias da Silva y Marco Weissler

Los cambios demográficos en el mercado de trabajo de la zona del euro afectan a la tasa de paro. Esta tasa descendió 0,9 puntos porcentuales desde el cuarto trimestre de 2021, hasta situarse en el 6,3 % en octubre de 2024, su nivel más bajo desde la creación del euro¹. Este descenso se produjo a pesar del incremento significativo del tamaño de la población activa, que se cifró en el 3,5 % entre el cuarto trimestre de 2021 y el tercer trimestre de 2024. El aumento de la población activa obedeció sobre todo a los trabajadores extracomunitarios², a los de más edad³ y a aquellos con educación terciaria. Estos grupos aumentaron un 24,7 %, un 9,9 % y un 7,9 %, respectivamente (gráfico A), y crecieron no solo en términos de tamaño, sino también de la tasa de actividad. La medida en que los cambios demográficos en la población activa pueden afectar a las tasas de paro varía en función de las distintas características de los grupos en cuestión, incluida la diferente exposición al riesgo de desempleo de sus profesiones y su antigüedad en la empresa. Por ejemplo, los trabajadores con más años de antigüedad suelen gozar de una protección mayor frente al despido al amparo de la legislación laboral. Además, los colectivos con experiencia y niveles educativos más elevados en general encuentran un nuevo empleo más rápidamente si se quedan en paro. Así pues, las características demográficas, como la edad, el nivel educativo y la nacionalidad pueden influir en la probabilidad de estar empleado o desempleado. Con este trasfondo, en este recuadro se analiza el papel de los factores relacionados con la oferta de trabajo en la evolución de la tasa de paro y, más concretamente, las posibles contribuciones de los desarrollos demográficos⁴.

¹ Véase el artículo titulado «Explaining the resilience of the euro area labour market between 2022 and 2024», *Boletín Económico*, número 8, BCE, 2024.

² En este recuadro, «trabajadores extracomunitarios» se refiere a aquellos que no son ciudadanos de un país de la UE, «trabajadores comunitarios» a los que son ciudadanos de un país de la UE, pero no del país en el que trabajan, y «trabajadores extranjeros» a los que no son ciudadanos del país de cuya población activa forman parte. «Trabajadores nacionales» se refiere a los ciudadanos de un país de la zona del euro que trabajan en ese país.

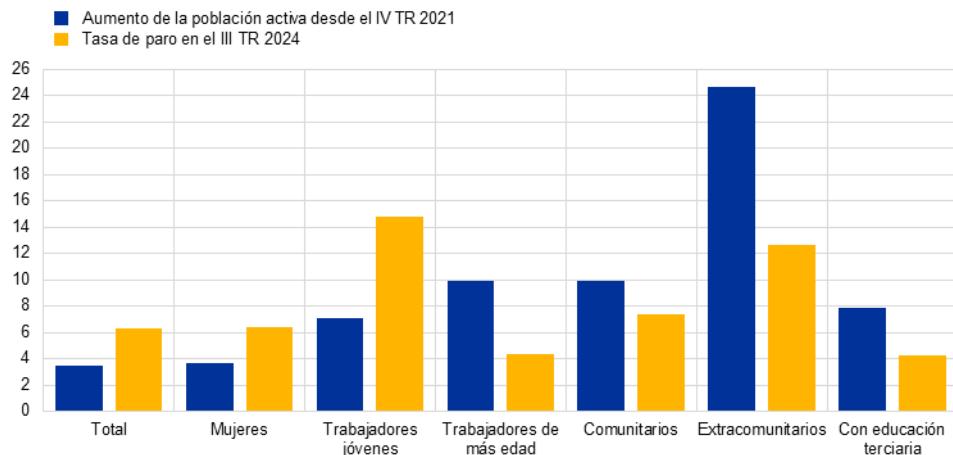
³ A efectos de este estudio, los trabajadores jóvenes son aquellos con edades comprendidas entre los 15 y los 24 años, los trabajadores «de edades intermedias» son los que tienen entre 25 y 54 años (tramo conocido como *prime age*), y los trabajadores de más edad, entre 55 y 74 años.

⁴ La evolución actual de la tasa de paro también se ha visto favorecida por el atesoramiento de empleo (*labour hoarding*) en la zona del euro, que ha contribuido a contener los despidos. Para un análisis y estimaciones del *labour hoarding*, véase el recuadro titulado «Atesoramiento de empleo en las empresas favorecido por el aumento de los márgenes empresariales», *Boletín Económico*, número 4, BCE, 2024.

Gráfico A

Tasa de actividad y tasa de paro por grupo demográfico

(población activa: tasas de variación; tasa de paro: porcentajes de la población activa)



Fuente: Eurostat.

Notas: Las últimas observaciones corresponden al tercer trimestre de 2024. Tanto las tasas de paro como las cifras de población activa están ajustadas de estacionalidad. El gráfico solo muestra los grupos demográficos con un crecimiento de la población activa superior a la media.

El número de desempleados ha descendido considerablemente en los últimos trimestres. Aunque la tasa de paro se ha ido reduciendo lentamente desde principios de 2023, el número de desempleados ha disminuido de forma significativa, en alrededor de un millón de trabajadores (8,7 %) desde el cuarto trimestre de 2021, lo que equivale aproximadamente al 0,6 % de la población activa durante este período. Sin embargo, las tasas de paro han seguido siendo notablemente dispares entre los distintos grupos demográficos (gráfico A). En el tercer trimestre de 2024, las tasas de paro ajustadas de estacionalidad de los trabajadores de más edad y de los extranjeros (comunitarios y extracomunitarios) se situaron en el 4,4 % y el 12,7 %, respectivamente. Por consiguiente, los cambios en la composición demográfica de la población activa también pueden influir en las variaciones de la tasa de paro.

La caída de la tasa de paro ha sido dispar en los distintos grupos demográficos (barras de color amarillo del gráfico B).

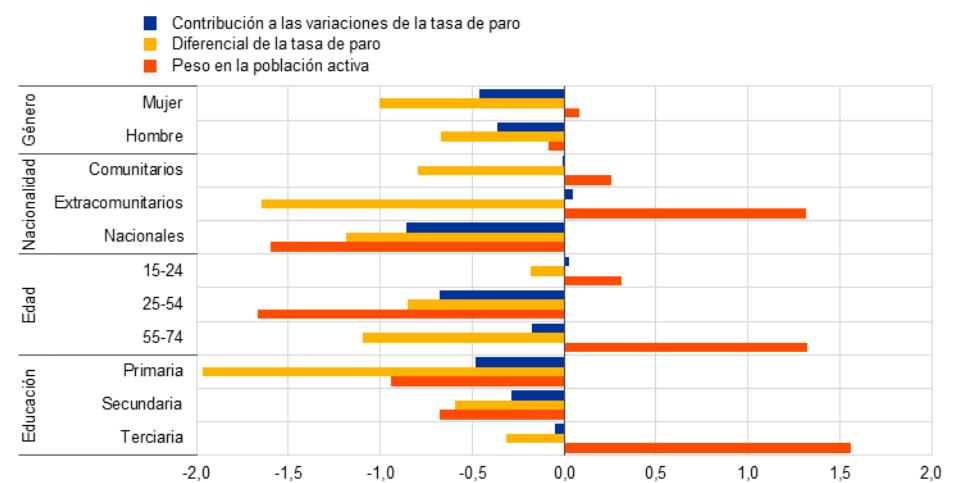
Esta tasa ha caído 1 punto porcentual en el caso de las mujeres, pero solo algo más de 0,7 puntos porcentuales en el de los hombres. El desglose de la población activa por nacionalidad —trabajadores nacionales, comunitarios y extracomunitarios— muestra que la tasa de paro de estos últimos ha descendido 1,6 puntos porcentuales desde el cuarto trimestre de 2021, un descenso muy superior al de los trabajadores nacionales durante ese período —1,2 puntos porcentuales—. La tasa correspondiente a los comunitarios se ha reducido solo 0,8 puntos porcentuales durante este período, lo que refleja su nivel de partida más bajo. Por grupos de edad, la tasa de paro del colectivo de más edad es la que más ha bajado. También se han observado grandes diferencias entre grupos con distintos niveles educativos, y en el caso de los trabajadores sin educación terciaria esta tasa ha disminuido de forma mucho más acusada que en el de aquellos con educación terciaria (-1,1 y -0,3 puntos porcentuales, respectivamente). En general, ello sugiere que la tasa de

paro tiende a evolucionar de forma muy diferente entre grupos demográficos. Los colectivos que más contribuyen a su disminución son los trabajadores nacionales y aquellos que tienen entre 25 y 54 años (barras de color azul del gráfico B), y ambos representan gran parte de la población activa.

Gráfico B

Descomposición de la tasa de paro entre el cuarto trimestre de 2021 y el tercer trimestre de 2024

(puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: «Diferencial de la tasa de paro» es la variación de las tasas de paro de cada subgrupo. «Peso en la población activa» es la variación de la contribución de cada subgrupo a la población activa total (siendo la suma de los subgrupos igual a cero). La «contribución a las variaciones de la tasa de paro» se refiere al efecto combinado del diferencial de la tasa de paro y la variación del peso del grupo demográfico correspondiente en la población activa. Tanto las tasas de paro como las cifras de población activa están ajustadas de estacionalidad. Las últimas observaciones corresponden al tercer trimestre de 2024.

El descenso de la tasa de paro se ha visto favorecido por los cambios demográficos en la población activa.

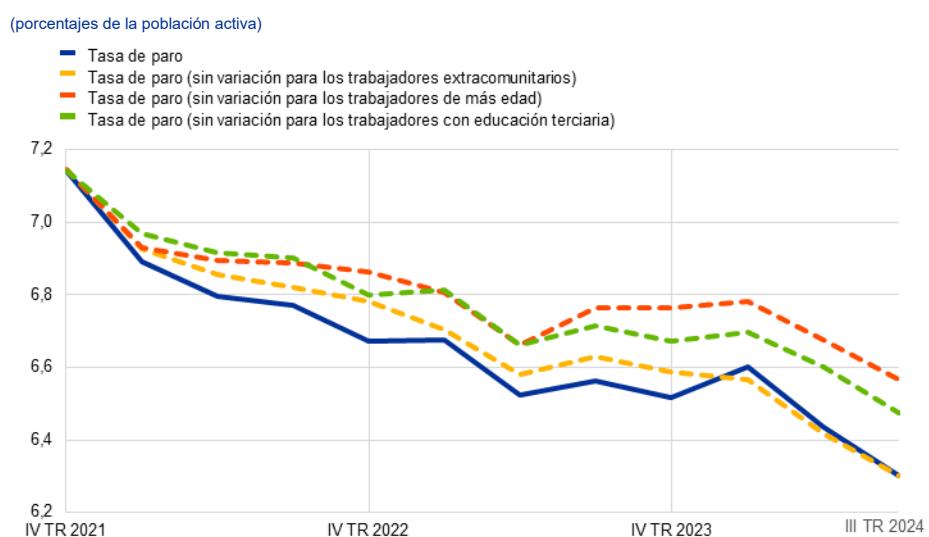
El incremento del peso de los trabajadores de más edad, de los extracomunitarios y de aquellos con educación terciaria en la población activa ha hecho que su contribución a la reciente reducción de la tasa de paro fuera mayor (barras de color rojo del gráfico B). En los tres últimos años, el tamaño de estos grupos ha variado sustancialmente y sus tasas de paro han caído. Estas caídas se explican, en primer lugar, por la mejora constante del nivel educativo de la población activa, que refleja el mejor acceso a la educación del que gozan las generaciones más jóvenes en la zona del euro con respecto al pasado. El porcentaje de la población activa con educación terciaria ha aumentado 1,6 puntos porcentuales desde el cuarto trimestre de 2021 (gráfico B). En segundo lugar, el peso de los trabajadores de más edad se ha incrementado considerablemente desde 2021 (1,3 puntos porcentuales), mientras que el de aquellos con edades comprendidas entre los 25 y los 54 años continúa reduciéndose (tras disminuir 1,7 puntos porcentuales en el mismo período). Ambos grupos han contribuido a que la tasa de paro se redujese recientemente. En tercer lugar, el peso de los trabajadores extranjeros en la población activa también ha crecido de forma significativa en los dos últimos años, en particular el de los extracomunitarios (que se ha elevado 1,3 puntos porcentuales desde el cuarto trimestre de 2021). Sin embargo, dado que su tasa de paro es más alta que la del resto de la población activa, estos trabajadores no han contribuido a la reciente bajada de dicha tasa.

Durante el mismo período, el peso de los trabajadores nacionales disminuyó (1,6 puntos porcentuales con respecto al cuarto trimestre de 2021), debido al descenso demográfico de la población nacional de la UE en edad de trabajar.

La mayor parte del aumento de la población activa extranjera se refleja en el crecimiento de su empleo, y la caída de su tasa de paro está en línea con la registrada en el colectivo de nacionales. Desde finales de 2021, la participación de los trabajadores extranjeros en el mercado laboral se ha incrementado significativamente, un 9,9 % en el caso de los comunitarios y un 24,7 % en el de los extracomunitarios. Aunque las tasas de paro de los trabajadores extranjeros (el 7,4 % en el primer caso y el 12,6 % en el segundo) son considerablemente más elevadas que la de los nacionales (5,8 %), la creciente participación de los extranjeros en el mercado laboral en los últimos años no ha tenido un impacto sustancial en la tasa de paro de la zona del euro, dado que esta mayor participación se ha traducido, en gran medida, en un aumento del empleo. De hecho, la tasa de paro de los extracomunitarios ha disminuido más que la de los nacionales. Sin embargo, una tasa de paro contrafactual, suponiendo que las tasas de paro y de actividad de los trabajadores extracomunitarios se mantuviesen en el nivel observado en el cuarto trimestre de 2021, habría coincidido con la tasa de paro total correspondiente al tercer trimestre de 2024, y habría sido incluso 0,1 puntos porcentuales más alta que la registrada en 2022-2023 (gráfico C).

Gráfico C

Tasa de paro y contribución de los trabajadores extracomunitarios, de aquellos con educación terciaria y de los de más edad



Fuente: Eurostat.

Notas: Las tasas de paro y las cifras de población activa correspondientes a los trabajadores extracomunitarios, a aquellos con educación terciaria y a los de más edad se mantienen en sus niveles del cuarto trimestre de 2021 en los escenarios contrafactuales. Las últimas observaciones corresponden al tercer trimestre de 2024. Tanto las tasas de paro como las cifras de población activa están ajustadas de estacionalidad.

Los cambios en el nivel educativo redujeron ligeramente la tasa de paro. La creciente proporción de la población activa con educación terciaria contribuyó de forma significativa al descenso gradual de la tasa de paro. Si los porcentajes correspondientes al nivel educativo se hubieran mantenido en las cotas observadas

en el cuarto trimestre de 2021, la tasa de paro habría sido 0,2 puntos porcentuales más elevada en el tercer trimestre de 2024. Aunque la tasa de paro de los trabajadores con educación terciaria no disminuyó más que la tasa total, fue inferior en términos estructurales. En general, ello puede atribuirse a la mayor flexibilidad de las competencias de estos trabajadores, que se traduce en un menor riesgo de desempleo y en una mayor facilidad para encontrar un nuevo puesto de trabajo tras perder el empleo⁵. Sin embargo, no siempre sucede así en todos los países. En Alemania y los Países Bajos, por ejemplo, los trabajadores con formación profesional (educación secundaria) presentan tasas de paro similares o incluso más bajas a las de los trabajadores con educación terciaria.

Asimismo, el creciente peso de los trabajadores de más edad en la población activa ha contribuido considerablemente a la reciente caída de la tasa de paro. La población de la zona del euro está envejeciendo y los trabajadores de más edad alargan su permanencia en el mercado laboral. Así, un mayor número de personas continúan trabajando hasta la edad legal de jubilación, debido a su mayor vinculación con el mercado de trabajo en comparación con cohortes anteriores y gracias a la persistencia de una demanda elevada de conocimientos especializados y competencias, así como a un cambio secular en los cometidos (por ejemplo, hacia tareas menos exigentes físicamente). Además, varios países han reformado sus sistemas de pensiones, lo que se ha traducido en un aumento de la edad efectiva de jubilación⁶. En consecuencia, los trabajadores de más edad empiezan a ser un grupo más numeroso dentro de la población activa, con una tasa de actividad que se incrementó un 9,1 % entre el cuarto trimestre de 2021 y el tercer trimestre de 2024⁷. Asimismo, este colectivo presenta una tasa de paro reducida, el 4,4 % en el tercer trimestre de 2024 (1 punto porcentual por debajo de la registrada en el último trimestre de 2021), frente al 5,8 % de los trabajadores de edades intermedias (lo que supone un descenso de 0,9 puntos porcentuales en el mismo período). Si la tasa de paro y la tasa de actividad de los trabajadores de más edad se hubieran mantenido constantes en los niveles observados a finales de 2021, la tasa de paro agregada de la zona del euro habría sido 0,3 puntos porcentuales más alta en el tercer trimestre de 2024.

⁵ Véase, por ejemplo, [Education at a Glance 2024: OECD Indicators](#), Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos, París, 10 de septiembre de 2024.

⁶ También se da una relación positiva entre el nivel educativo y la continuidad en el empleo. Véase, por ejemplo, S. Venti y D. A. Wise, «The Long Reach of Education: Early Retirement», *Journal of the Economics of Ageing*, vol. 6, 2015, pp. 1-13.

⁷ Véanse C. Berson y V. Botelho, «[Record labour participation: workforce gets older, better educated and more female](#)», *The ECB Blog*, BCE, 8 de noviembre de 2023, y el recuadro titulado «[Proyecciones de los costes del envejecimiento: nueva evidencia del Informe de Envejecimiento de 2024](#)», *Boletín Económico*, número 5, BCE, 2024.

4

El impacto económico de las inundaciones

Guzmán González-Torres Fernández y Miles Parker

Los fenómenos meteorológicos extremos como las devastadoras inundaciones que afectaron repentinamente a España el pasado mes de octubre tienen importantes repercusiones humanas, sociales y económicas.

Como consecuencia del cambio climático, este tipo de sucesos son cada vez más habituales y la tendencia previsible es que vayan en aumento. Además, no solo su creciente frecuencia es motivo de preocupación, sino también su mayor intensidad, como se ha puesto en evidencia en el sureste de España, una zona en la que, hasta ahora, las inundaciones no eran tan frecuentes como en otras regiones de Europa (figura A). En octubre de 2024, algunas estaciones meteorológicas cercanas a Valencia registraron el equivalente a un año de lluvia en solo ocho horas¹. Según una estimación inicial, la probabilidad de que se produjera este fenómeno se vio multiplicada por dos y su intensidad fue un 12 % mayor de lo que hubiera sido sin el cambio climático causado por la actividad humana².

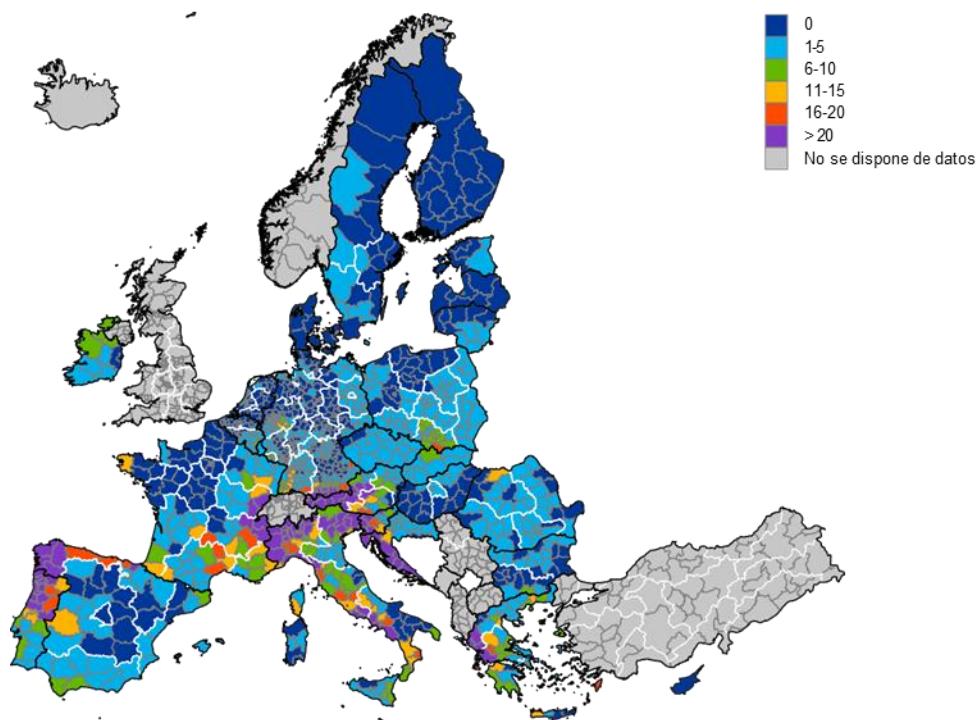
¹ «[Devastating rainfall hits Spain in yet another flood-related disaster](#)», Organización Meteorológica Mundial, 31 de octubre de 2024.

² «[Extreme downpours increasing in southeastern Spain as fossil fuel emissions heat the climate](#)», World Weather Attribution, 4 de noviembre de 2024.

Figura A

Distribución de las inundaciones en las regiones de Europa (1995-2022)

(número absoluto)



Fuentes: ECMWF (base de datos ERA5) y cálculos del BCE.

Nota: La muestra final incluye 1.160 regiones NUTS 3 de los 27 Estados miembros de la UE en el período comprendido entre 1995 y 2022.

Además de los efectos devastadores para la sociedad y la disrupción repentina de la actividad económica, el impacto total de los fenómenos meteorológicos extremos puede ser significativo a medio y largo plazo, en particular en el contexto de un clima cambiante. En primer lugar, mientras los costes a corto plazo suelen limitarse a los daños y alteraciones inmediatos causados por los propios fenómenos, los cambios en la inversión, la oferta de trabajo y la productividad podrían prolongar los efectos económicos. En segundo lugar, los fenómenos meteorológicos extremos a menudo son relativamente locales, lo que genera una dinámica migratoria que puede ralentizar las posibilidades de recuperación económica. Y, en tercer lugar, los efectos de estos fenómenos dependen de las condiciones climáticas iniciales. Como el cambio climático altera las temperaturas de referencia y los patrones de precipitación, es posible que las consecuencias económicas de estos sucesos a lo largo del ciclo económico empeoren en el futuro.

Las inundaciones pueden afectar tanto a la oferta como a la demanda de la economía, por lo que su impacto global sobre la inflación es incierto³. Las disrupciones en los suministros y en las infraestructuras pueden incrementar los costes para las empresas e inducirles a subir sus precios. Al mismo tiempo, las

³ M. Ciccarelli y F. Marotta, «Demand or Supply? An empirical explore of the effects of climate change on the macroeconomy», *Energy Economics*, vol. 129, enero de 2024.

pérdidas de puestos de trabajo y la caída de la renta de los hogares, unidas a la mayor incertidumbre, pueden reducir la demanda. Existen pocos estudios sobre el efecto de las inundaciones en la inflación, pero los trabajos disponibles apuntan a un aumento inmediato, aunque breve, de los precios de los alimentos y a una disminución más prolongada de la inflación subyacente, ya que las perturbaciones de oferta a corto plazo dan paso a una mayor debilidad de la demanda⁴. Es probable que el impacto global sobre los precios dependa de la velocidad a la que se restablezcan los suministros y se reconstruyan las infraestructuras, y en qué medida.

Si se consideran con más detalle los efectos sobre la actividad económica real, el impacto de las inundaciones puede variar considerablemente de unos sectores y regiones a otros⁵. Si bien las inundaciones suelen ir seguidas de un período prolongado, aunque transitorio, de auge de la construcción en las regiones de rentas altas, en aquellas de rentas medias no se observa tal apogeo (gráfico A)⁶. Al mismo tiempo, existe evidencia de un cambio negativo permanente en el nivel del valor añadido bruto industrial en las regiones de rentas medias y de un cambio positivo en las regiones de rentas altas. En cuanto a los sectores distintos de la construcción, algunos estudios llegan a la conclusión de que unas inundaciones moderadas pueden impulsar la producción agrícola en el año posterior a una inundación, quizás debido a que el aumento de las precipitaciones impulsa la productividad de la agricultura en las cosechas futuras⁷. No obstante, este efecto parece desaparecer cuando las inundaciones son graves, posiblemente debido a que la erosión del suelo neutraliza el efecto favorable de las lluvias.

⁴ M. Parker, «[The Impact of Disasters on Inflation](#)», *Economics of Disasters and Climate Change*, vol. 2, número 1, 2018, pp. 21-48.

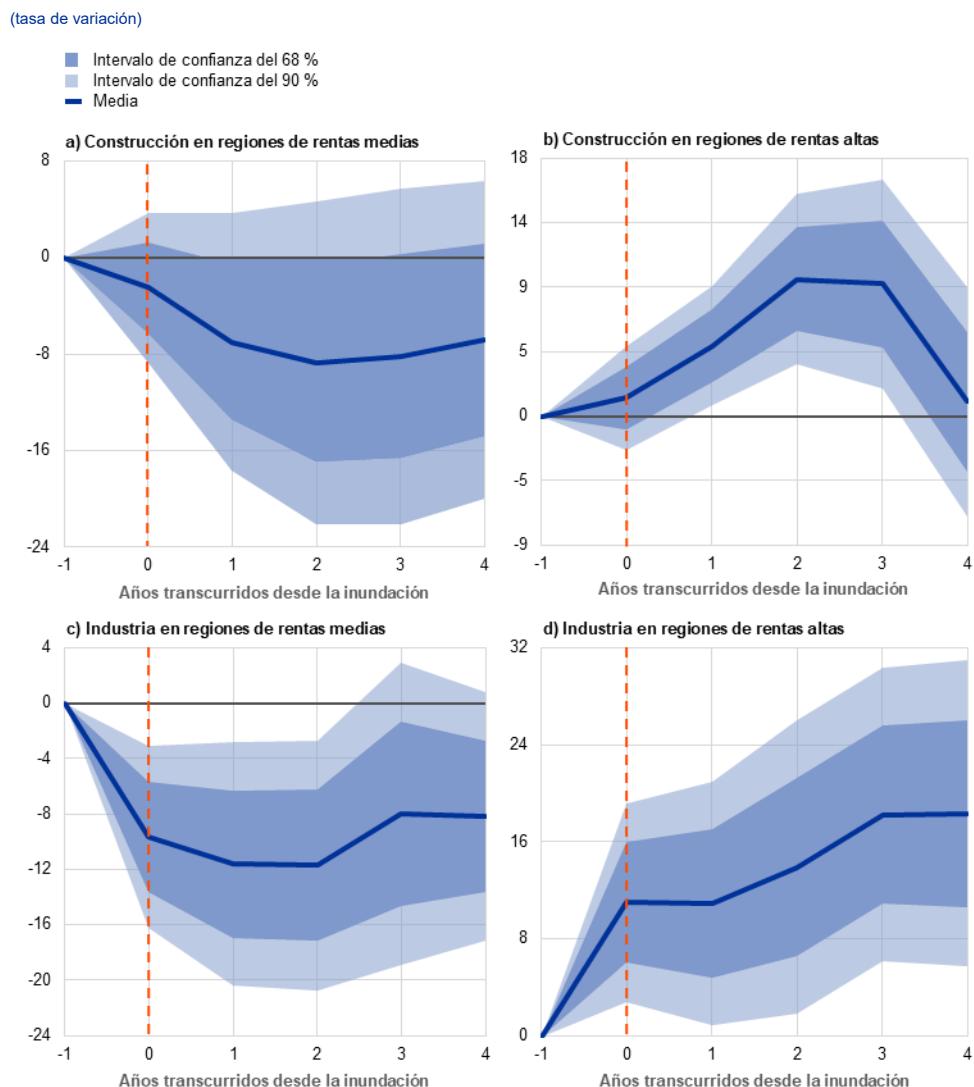
⁵ Para consultar el conjunto completo de resultados, véase S. Usman, G. González-Torres Fernández y M. Parker, «[Going NUTS: the regional impact of extreme climate events over the medium term](#)», *Working Paper Series*, n.º 3002, BCE, diciembre de 2024.

⁶ Las regiones se dividen en terciles del PIB regional per cápita de 2022 a precios de 2015 en toda la muestra de regiones NUTS 3, que abarca los 27 Estados miembros de la UE. Por tanto, en este recuadro, las regiones de rentas altas se definen como aquellas situadas en el tercilio superior (es decir, el 33 %) de la distribución regional de la renta.

⁷ T. Fomby, Y. Ikeda y N. Loayza, «[The growth aftermath of natural disasters](#)», *Journal of Applied Econometrics*, vol. 28, número 3, 2013, pp. 412-434.

Gráfico A

Efectos a medio plazo de las inundaciones en el valor añadido bruto sectorial por nivel de renta inicial



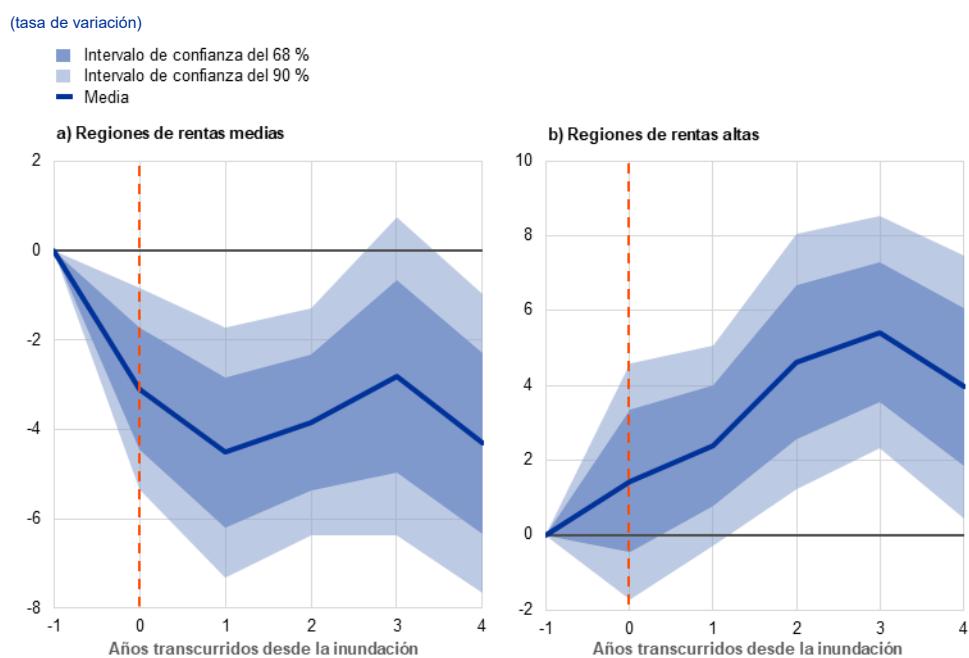
Fuentes: ECMWF (base de datos ERA5), Comisión Europea (base de datos ARDECO) y cálculos del BCE.

Notas: Las regiones se dividen en terciles del PIB per cápita de 2022 a precios de 2015. Una inundación es una variable binaria que toma el valor 1 si el índice de precipitación estandarizado muestra condiciones de humedad extrema durante al menos un mes. Se considera que la perturbación se produce en el período 0. El eje de abscisas muestra los años transcurridos desde la inundación comenzando en -1 para mostrar la ausencia de tendencias preexistentes. Las respuestas se han estimado utilizando un modelo de proyecciones locales de «diferencias en diferencias»; para más detalles, véase [S. Usman et al. \(op. cit.\)](#).

Estas tendencias sectoriales señalan la importancia de afrontar los daños en las infraestructuras con prontitud para evitar pérdidas de producción permanentes (gráfico B). En las regiones de rentas altas, el fenómeno va seguido de un aumento de las inversiones y del PIB, acorde con el auge de la reconstrucción derivado de la dinámica sectorial. Existe evidencia de que, en esas regiones, la productividad total de los factores también aumenta, lo que demuestra que puede ser posible «reconstruir mejor». Sin embargo, en las regiones de rentas medias, las inversiones no se incrementan.

Gráfico B

Efectos a medio plazo de las inundaciones en la producción regional por nivel de renta inicial



Fuentes: ECMWF (base de datos ERA5), Comisión Europea (base de datos ARDECO) y cálculos del BCE.

Notas: Las regiones se dividen en terciles del PIB per cápita de 2022 a precios de 2015. Una inundación es una variable binaria que toma el valor 1 si el índice de precipitación estandarizado muestra condiciones de humedad extrema durante al menos un mes. Se considera que la perturbación se produce en el período 0. El eje de abscisas muestra los años transcurridos desde la inundación comenzando en -1 para mostrar la ausencia de tendencias preexistentes. Las respuestas se han estimado utilizando un modelo de proyecciones locales de «diferencias en diferencias»; para más detalles, véase [S. Usman et al. \(op. cit.\)](#).

La cobertura de seguros y el desarrollo económico son fundamentales para que las economías locales y regionales europeas se beneficien de los mecanismos de compartición de riesgos que pueden contribuir a paliar los daños económicos locales. Las características económicas e institucionales que están estrechamente correlacionadas con la renta —como las restricciones financieras y la calidad de la gobernanza y de las infraestructuras públicas—, pueden influir en los resultados económicos a largo plazo^{8, 9}. Unas tasas de cobertura de seguros más elevadas pueden acelerar la reconstrucción y reducir el impacto a largo plazo de las inundaciones. No obstante, solo un 25 % de los daños relacionados con el clima están asegurados actualmente en Europa, con una tasa de cobertura inferior al 5 % en algunas economías¹⁰. El BCE, junto con la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación (EIOPA, por sus siglas en inglés), ha presentado recientemente una posible solución a escala de la UE para promover

⁸ A. Augusztin, Á. Iker, A. Moniso y B. Szörfi, «[The growth effect of EU funds — the role of institutional quality](#)», *Working Paper Series*, n.º 3014, BCE, enero de 2025.

⁹ D. Filip y R. Setzer, «[Government quality and regional economic performance and resilience in the EU](#)», *Working Paper Series*, BCE, de próxima publicación.

¹⁰ C. Christophersen et al., «[What to do about Europe's climate insurance gap?](#)», *The ECB Blog*, 24 de abril de 2023.

la oferta de seguros contra catástrofes, basada en las estructuras existentes a nivel nacional y de la UE¹¹.

El impacto económico de las inundaciones también se extiende más allá de las zonas inmediatamente afectadas a través de los vínculos generados por las cadenas de suministro. Un estudio sobre las inundaciones de 2021 en Bélgica pone de relieve que las empresas directamente afectadas por el fenómeno experimentaron disrupciones significativas¹². Sus ventas se redujeron una media del 15 %, y la probabilidad de quiebra aumentó. Al mismo tiempo, las empresas situadas en regiones no afectadas también experimentaron una disminución de las ventas si sus proveedores resultaron perjudicados. Estas disrupciones asociadas a las cadenas de suministro se prolongaron durante un año tras las inundaciones, ya que a las empresas les resultó difícil reorientar rápidamente las cadenas de suministro en detrimento de los proveedores habituales.

Aunque es esencial eliminar las emisiones de carbono para contener la frecuencia y la intensidad de las inundaciones en el futuro, es posible reducir su incidencia y la probabilidad de que ocurran en horizontes a más corto plazo. La evidencia muestra que la adaptación a través de un aumento del stock de capital dedicado a proyectos de defensa contra inundaciones reduce significativamente las repercusiones de este fenómeno entre dos y cuatro años más tarde¹³. Sin embargo, hay menos certeza de que estas defensas reduzcan los daños cuando se produce una inundación grave. Teniendo en cuenta los resultados anteriores, es probable que las diferencias institucionales y económicas entre las regiones desempeñen un papel crucial a la hora de determinar la adaptación. Hay más probabilidades de que las inversiones en capital para defenderse contra inundaciones se realicen en regiones de rentas elevadas con instituciones de alta calidad. Por lo tanto, es necesario mejorar los marcos jurídicos y la innovación financiera tanto a escala nacional como europea, con el fin de reducir la sustancial brecha de financiación de la adaptación¹⁴.

¹¹ «Towards a European system for natural catastrophe risk management», BCE y EIOPA, diciembre de 2024.

¹² G. Bijnens, M. Montoya y S. Vanormelingen, «A bridge over troubled water: flooding shocks and supply chains», *Working Papers*, n.º 466, Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique, octubre de 2024.

¹³ R. Mari y M. Ficarra, «Weathering the storm: the economic impact of floods and the role of adaptation», *Bank Underground*, Banco de Inglaterra, 29 de noviembre de 2024.

¹⁴ F. Mongelli, A. Ceglar y B. Scheid, «Why do we need to strengthen climate adaptations? Scenarios and financial lines of defense», *Working Paper Series*, n.º 3005, BCE, 2024.

5

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

Franziska Maruhn, Richard Morris y Michal Slavik

En este recuadro se resumen los resultados de los contactos recientes entre el BCE y representantes de 82 grandes sociedades no financieras que operan en la zona del euro. Los intercambios tuvieron lugar entre el 6 y el 14 de enero de 2025¹.

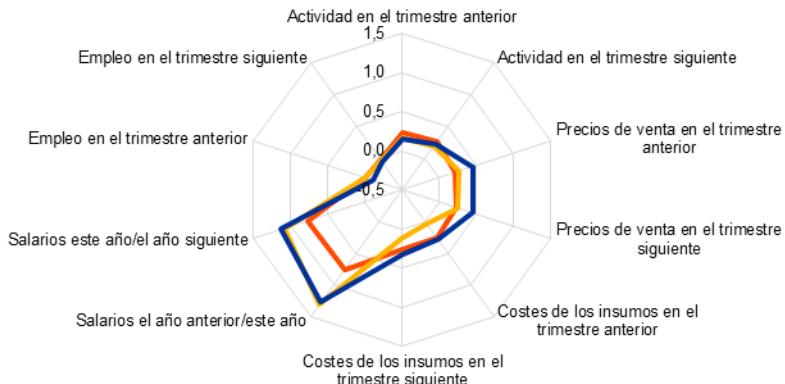
Los contactos señalaron un escaso dinamismo de la actividad empresarial en torno al cambio de año, con una producción manufacturera estancada o en descenso, pero con un crecimiento más resiliente de la actividad de los servicios (gráfico A y gráfico B). La debilidad observada en las manufacturas se consideraba cada vez más estructural, debido a los elevados costes energéticos y laborales, a un entorno regulatorio restrictivo y a la mayor competencia de las importaciones. El avance de la actividad de los servicios obedeció tanto al gasto en consumo como a la demanda de servicios empresariales centrados en la eficiencia y la transformación de los modelos de negocio.

Gráfico A

Resumen de opiniones sobre actividad, empleo, precios y costes

(medias de las puntuaciones de los expertos del BCE)

- Encuesta actual
- Encuesta anterior
- Media histórica



Fuente: BCE.

Notas: Las puntuaciones que se muestran son la media de las puntuaciones dadas por los expertos del BCE en su valoración de lo manifestado por los contactos sobre la evolución intertrimestral de la actividad (ventas, producción y pedidos), los costes de los insumos (materiales, energía, transporte, etc.) y los precios de venta, y sobre la evolución interanual de los salarios. Las puntuaciones van desde -2 (disminución significativa) hasta +2 (aumento significativo). Una puntuación de 0 indicaría que no ha habido variación. En la encuesta actual, el trimestre anterior y el trimestre siguiente se refieren al cuarto trimestre de 2024 y al primer trimestre de 2025, respectivamente, mientras que en la encuesta anterior estos corresponden al tercer y cuarto trimestre de 2024. Las conversaciones con los contactos que se llevan a cabo en enero y en marzo/abril en relación con la evolución salarial se centran normalmente en las perspectivas para el año en curso con respecto a las del año anterior, mientras que las conversaciones que tienen lugar en junio/julio y en septiembre/octubre ponen el foco en las perspectivas para el año siguiente en comparación con el año en curso. La media histórica es una media de las puntuaciones recopiladas utilizando resúmenes de contactos anteriores que se remontan a 2008.

El crecimiento del gasto en consumo volvió a reflejar que se dio prioridad a los servicios en detrimento de los bienes y que la atención continuó

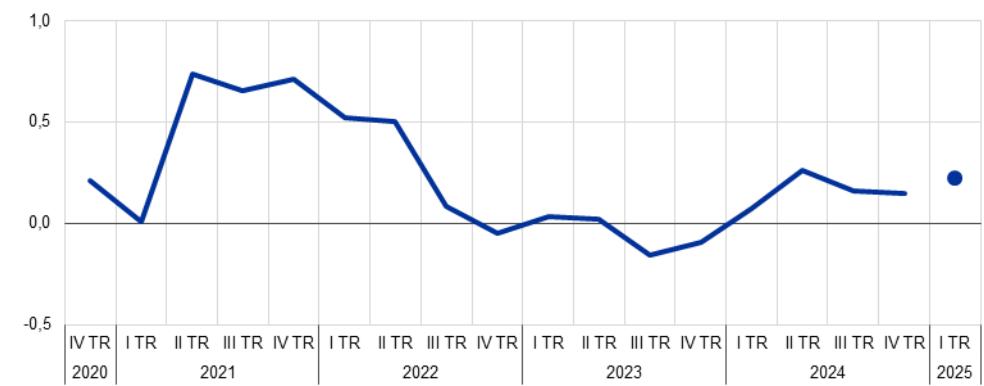
¹ Para más información sobre la naturaleza y el propósito de estos contactos, véase el artículo titulado «The ECB's dialogue with non-financial companies», Boletín Económico, número 1, BCE, 2021.

centrándose en los precios. En el sector de la distribución alimentaria, los compradores siguieron adquiriendo variedades de productos más baratas, lo que benefició a los establecimientos de descuento, mientras que los supermercados reaccionaron ampliando su oferta de productos de marca blanca en perjuicio de las de fabricante. En el sector minorista no alimentario, los contactos indicaron un aumento de la competencia del comercio minorista *online* de China. En este contexto, los contactos del sector minorista de la moda señalaron disruptiones significativas en los segmentos de precios medios, a diferencia del fuerte crecimiento registrado en la demanda de marcas de lujo más caras. El mercado de consumo de electrodomésticos mostraba algunos indicios de recuperación. Los contactos de los sectores de viajes y turismo apuntaron a un sólido crecimiento persistente, debido, entre otros factores, a la prolongación de la temporada estival en 2024, un invierno favorable hasta la fecha y un avance muy vigoroso de las reservas anticipadas para la temporada de verano de 2025, aunque esto último refleja en parte una tendencia creciente a reservar con antelación. La demanda de viajes de ocio continuaba creciendo con fuerza a pesar del aumento notable de los precios, pero los consumidores estarían ahorrando en gastos extraordinarios como los servicios de restauración. Los contactos de los servicios de telecomunicaciones también indicaron un crecimiento sostenido de la demanda de los consumidores.

Gráfico B

Opiniones sobre la evolución y las perspectivas relativas a la actividad

(medias de las puntuaciones de los expertos del BCE)



Fuente: BCE.

Notas: Las puntuaciones que se muestran son la media de las puntuaciones dadas por los expertos del BCE en su valoración de lo manifestado por los contactos sobre la evolución intertrimestral de la actividad (ventas, producción y pedidos). Las puntuaciones van desde -2 (disminución significativa) hasta +2 (aumento significativo). Una puntuación de 0 indicaría que no ha habido variación. El punto representa las expectativas para el trimestre siguiente.

La debilidad de la actividad manufacturera continuó lastrando la inversión, pero el hecho de que el foco se pusiera en la eficiencia impulsó la demanda de algunos servicios empresariales. La mayoría de los contactos del sector de manufacturas declararon que la actividad fue más débil de lo esperado en 2024. Esas expectativas apuntaban a una suave recuperación, pero la demanda se mantuvo bastante estancada en niveles bajos y la desaceleración se consideraba cada vez más estructural. Muchos mencionaron el fuerte incremento de los costes energéticos y laborales en los últimos años, que no había afectado en la misma medida a los competidores de otras partes del mundo. También citaron un régimen regulatorio más oneroso, unido ahora a la incertidumbre con respecto a la aplicación

de aranceles en el futuro. Todo ello, junto con unos tipos de interés aún relativamente altos, creó un clima perjudicial para la inversión en nueva maquinaria y bienes de equipo, por lo que muchas empresas trataron de reducir capacidad en la zona del euro. Sin embargo, la demanda de bienes y servicios creció, lo que ayudaría a las empresas a recortar costes, reducir las emisiones de carbono y transformar su negocio o aumentar su capacidad de resistencia. En consecuencia, en las empresas de bienes de equipo proveedoras de tecnologías más eficientes o verdes la demanda fue notable o se recuperó. Asimismo, los proveedores de servicios empresariales señalaron un rápido aumento de la demanda de servicios de IA (inteligencia artificial) y de ciberseguridad, lo que también impulsó la demanda de servicios de consultoría relacionados.

A diferencia de lo indicado por los contactos de la industria manufacturera, los de los sectores de la construcción e inmobiliario se mostraron ligeramente más optimistas. La actividad constructora continuó viéndose frenada por la falta de construcción de viviendas, como consecuencia de los costes elevados y de los largos procesos de aprobación, así como por la falta de gasto público y de nuevos proyectos, especialmente en Alemania y en Francia. Sin embargo, la construcción no residencial (en particular los centros de datos y las infraestructuras verdes y de telecomunicaciones) continuó creciendo, el mercado inmobiliario mostró señales de recuperación y se esperaba que la construcción residencial se recuperase a lo largo de 2025.

Ahora bien, en general los contactos no esperaban ningún cambio sustancial en el dinamismo de la actividad empresarial a corto plazo. La incertidumbre económica y política fue muy elevada a raíz del colapso de los Gobiernos en Alemania y en Francia, así como la falta de claridad con respecto a las políticas que aplicaría el nuevo Gobierno de Estados Unidos. Por tanto, era improbable que la confianza mejorase de forma significativa a corto plazo. Pero muchos seguían esperando una intensificación de la recuperación más avanzado el año 2025, cuando estuviesen más claras las políticas económicas en la zona del euro y a escala mundial.

Las perspectivas de empleo continuaron siendo débiles, dado que muchas empresas se centraron en incrementar la eficiencia y la productividad. Un número elevado de empresas manufactureras estaban despidiendo a trabajadores, mientras que otras habían adoptado un enfoque cauteloso con respecto a la contratación de personal. Las agencias de colocación señalaron otro trimestre en el que disminuyó la actividad en la mayoría de los países y sectores, así como una tasa baja de conversión de contratos temporales a indefinidos. Varias explicaron que la rotación del personal era baja, dado que los empleados eran más reacios a cambiar de trabajo y las posibles empresas de destino no ofrecían los incentivos salariales necesarios. Pese al «tensionamiento estructural» de los mercados de trabajo en algunas áreas, la escasez de mano de obra se mencionó menos que en períodos anteriores, lo que implica que la contratación en sectores que estaban creciendo era más fácil.

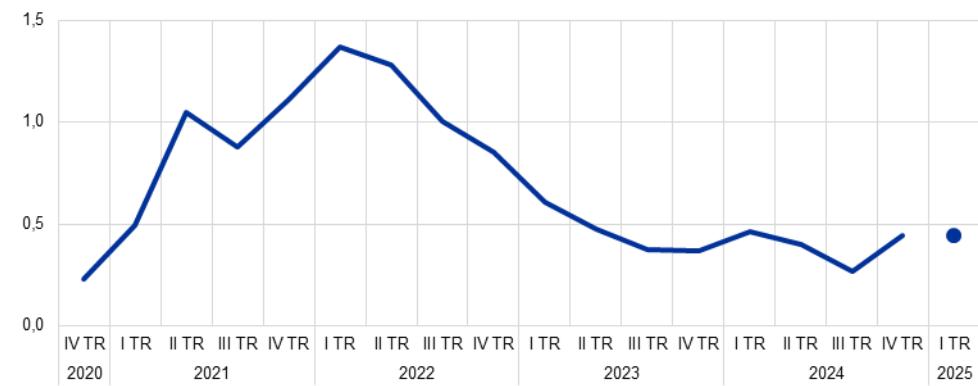
Los contactos indicaron un crecimiento moderado de los precios, con un ligero repunte, en promedio, particularmente en los servicios (gráfico A y

gráfico C). Los precios de las manufacturas habrían sido bastante estables en general. Los contactos señalaron que los precios estaban aumentando con moderación en el sector de bienes de equipo (al trasladar las empresas la subida de los costes), se habían estabilizado en el sector de bienes de consumo y estaban descendiendo en el de bienes intermedios (como consecuencia de la debilidad de la demanda y de la bajada de los precios de muchas materias primas). En el sector de la construcción, los precios de la mayoría de los materiales de construcción estaban disminuyendo, aunque el aumento de los precios de las emisiones de carbono y el cambio a un cemento menos intensivo en carbono —aunque más caro— estaban presionando al alza los precios medios del cemento. Los precios de los servicios estaban incrementándose de forma más acusada. Esta evolución reflejaba el mayor componente de costes laborales en muchos servicios empresariales y de consumo, así como la continua disposición de los clientes a aceptar precios más altos, sobre todo en el caso de los servicios relacionados con el turismo. La mayoría de los minoristas señalaron subidas de precios estables o moderadas en un contexto de aumento de los costes, pero también un entorno competitivo con clientes sensibles a los precios. Los contactos indicaron también un repunte de los precios energéticos y de los servicios de transporte. En el primer caso, la subida obedeció al incremento de los precios del gas impulsado por el descenso de los niveles de almacenamiento. En el segundo, el aumento reflejó, por una parte, unos costes regulatorios más elevados y, por otra, el incremento de las tarifas de transporte marítimo debido a que en los últimos meses la oferta siguió siendo limitada y la demanda intensa².

Gráfico C

Opiniones sobre la evolución y las perspectivas relativas a los precios

(medias de las puntuaciones de los expertos del BCE)



Fuente: BCE.

Notas: Las puntuaciones que se muestran son la media de las puntuaciones dadas por los expertos del BCE en su valoración de lo manifestado por los contactos sobre la evolución intertrimestral de los precios de venta. Las puntuaciones van desde -2 (disminución significativa) hasta +2 (aumento significativo). Una puntuación de 0 indicaría que no ha habido variación. El punto representa las expectativas para el trimestre siguiente.

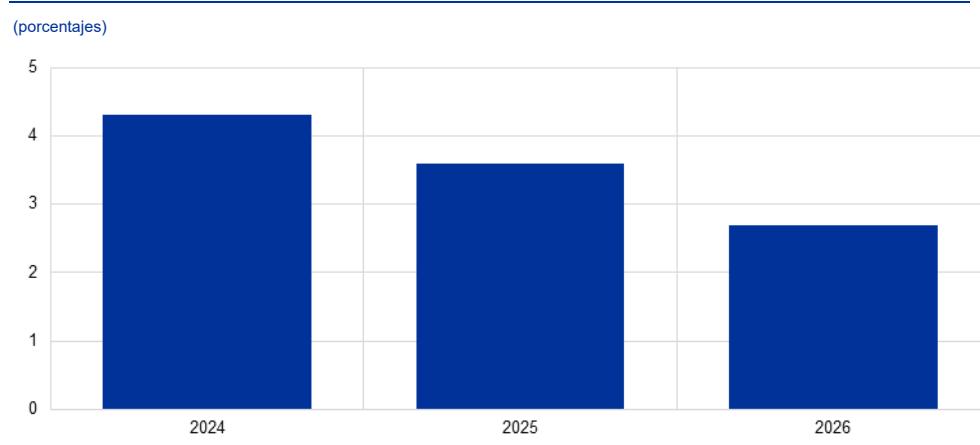
Los contactos seguían esperando una moderación gradual del crecimiento de los salarios (gráfico D). Si se considera una media simple de las indicaciones cuantitativas proporcionadas, percibían una desaceleración del avance de los

² La oferta en el sector del transporte marítimo continuó viéndose restringida por el desvío de muchos fletes marítimos para evitar el mar Rojo; mientras tanto, parte de la actividad de este sector se adelantó como consecuencia de que el Año Nuevo chino se celebró antes de lo habitual, de los temores a que se produjeran huelgas de estibadores en la costa este estadounidense y de que pudiesen aplicarse aranceles a las importaciones de Estados Unidos.

salarios, desde el 4,3 % en 2024 hasta el 3,6 % en 2025, básicamente igual que en la encuesta anterior. Asimismo, los contactos que facilitaron indicaciones cuantitativas para 2026 (un número limitado de encuestados) anticipaban una desaceleración adicional del crecimiento salarial (hasta situarse en el 2,7 %) en promedio.

Gráfico D

Valoración cuantitativa del crecimiento de los salarios



Fuente: BCE.

Notas: Medias de las percepciones de los contactos sobre el crecimiento de los salarios en su sector en 2024 y sus expectativas para 2025 y para 2026. Las medias correspondientes a 2024, 2025 y 2026 se basan en las indicaciones facilitadas por 73, 75 y 21 contactos, respectivamente.

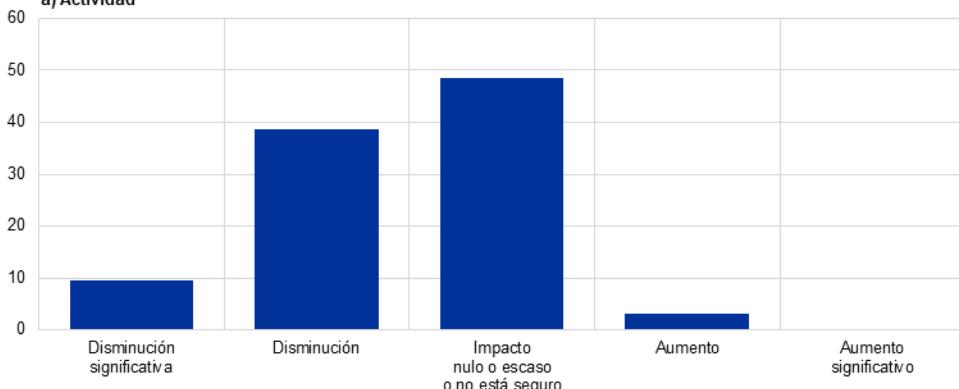
En esta edición de la encuesta se preguntó a los contactos sobre cómo esperaban que quedasen afectados la actividad y los precios de su sector en la zona del euro en caso de que la nueva Administración estadounidense aplicase todas las subidas de aranceles anunciadas. Alrededor de la mitad de las empresas manufactureras afirmaron que su actividad en la zona del euro se vería afectada negativamente (panel a del gráfico E). Sin embargo, muchos contactos indicaron que el impacto estaría mitigado por los modelos de producción que en gran parte ya era «local para los locales». Algunos señalaron que, dado que únicamente exportaban los productos más sofisticados a Estados Unidos y a menudo la competencia estadounidense era inexistente, o muy limitada, el coste de los aranceles se trasladaría a los precios en el país norteamericano. Lo que más preocupaba a muchos, en lo que atañe a su actividad en la zona del euro, era la posibilidad de que se desviase el comercio, especialmente si Estados Unidos incrementaba los aranceles a los bienes procedentes de China de manera desproporcionada. Como consecuencia de la falta de medidas de protección en la UE, más contactos esperaban un efecto negativo, más que positivo, sobre los precios en su sector en la zona del euro (panel b del gráfico E). En caso de adoptarse medidas de protección y de represalia que llevasen a una guerra de aranceles más generalizada, era mucho más probable que los costes y los precios aumentasen.

Gráfico E

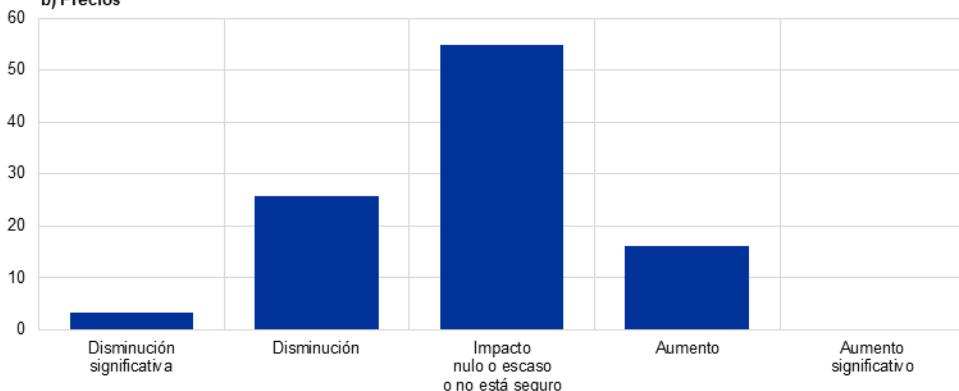
Impacto esperado de una subida de los aranceles estadounidenses a las empresas manufactureras de la zona del euro

(porcentaje de encuestados de empresas manufactureras)

a) Actividad



b) Precios



Fuente: BCE.

6

Cambios en el marco de activos de garantía del Eurosistema para promover una mayor armonización

Ioana Alexopoulou, Calogero Brancatelli, Diana Gomes, Daniel Gybas y Stephan Sauer

El marco de activos de garantía para las operaciones de crédito del Eurosistema es un elemento clave del marco de aplicación de la política monetaria del BCE. Las operaciones de crédito siempre han desempeñado un papel fundamental para atender las necesidades de liquidez de las entidades de crédito y guiar la orientación de la política monetaria, y el BCE tiene la obligación legal de proporcionar financiación a las entidades de crédito y a otras entidades de contrapartida únicamente a cambio de activos de garantía adecuados¹.

Desde la crisis financiera global, el Eurosistema gestiona un marco general de activos de garantía, que es permanente, y un marco temporal en el que se adoptan medidas de flexibilización de los criterios de admisión de los activos de garantía relacionadas con la crisis². En el marco general se aplican criterios de admisión plenamente armonizados en todo el Eurosistema. El marco temporal está integrado por activos que no cumplen los criterios de admisión del marco general y se han introducido para satisfacer las mayores necesidades de activos de garantía de las entidades de contrapartida en épocas de intensificación de las tensiones financieras. Algunos de estos activos (por ejemplo, los préstamos adicionales [ACC, por sus siglas en inglés] y los instrumentos de deuda negociables que se benefician de una exención del cumplimiento del requisito de calidad crediticia mínima) se han aceptado como activos de garantía en el marco temporal de forma no plenamente armonizada a discreción de los bancos centrales nacionales (BCN) y previa aprobación del Consejo de Gobierno del BCE. Los dos marcos han evolucionado con el tiempo como parte de la respuesta del Eurosistema a la evolución económica y de los mercados financieros.

Algunos de los cambios más significativos introducidos en los marcos de activos de garantía se han vinculado al apoyo a una participación generalizada en las operaciones de financiación a plazo más largo (OFPML) y en las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO, por sus siglas en inglés). El BCE ha aceptado préstamos adicionales en el marco temporal desde diciembre de 2011 como parte de varias medidas adoptadas para respaldar la provisión de crédito bancario y la actividad en el mercado monetario, sobre todo en las primeras OFPML a tres años del BCE

¹ Véase el artículo 18.1 de los Estatutos del Sistema Europeo de Bancos Centrales y del Banco Central Europeo.

² El marco general está regulado por la Orientación (UE) 2015/510 del Banco Central Europeo, de 19 de diciembre de 2014, sobre la aplicación del marco de la política monetaria del Eurosistema (Orientación sobre la Documentación General) (BCE/2014/60) (versión refundida) (DO L 91 de 2.4.2015, p. 3). El marco temporal está regulado por la Orientación del Banco Central Europeo, de 9 de julio de 2014, sobre medidas temporales adicionales relativas a las operaciones de financiación del Eurosistema y la admisibilidad de los activos de garantía y por la que se modifica la Orientación BCE/2007/9 (BCE/2014/31) (2014/528/UE) (DO L 240 de 13.8.2014, p. 28).

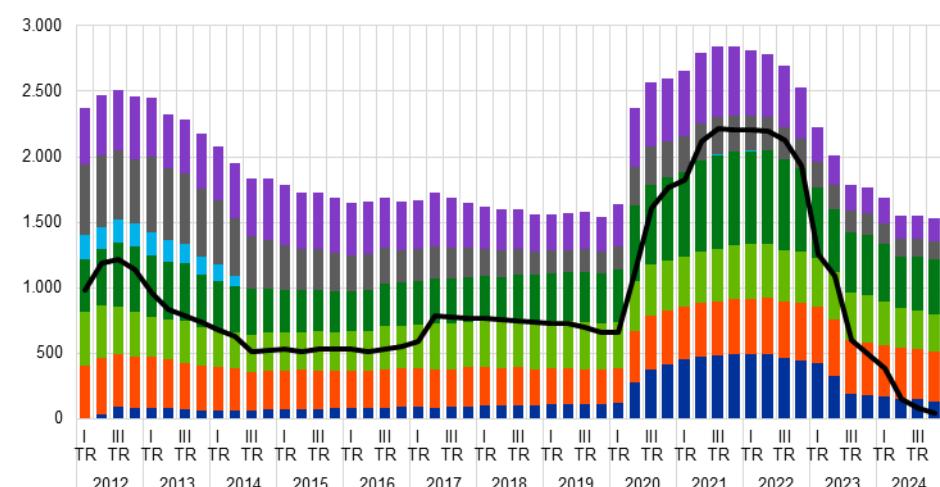
(gráfico A)³. Inicialmente, estos préstamos fueron aceptados por alrededor de un tercio de los BCN de la zona del euro, pero casi todos los demás empezaron a admitirlos tras el anuncio, en abril de 2020, de la adopción de medidas de flexibilización de los criterios de admisión de los activos de garantía en respuesta a la pandemia, con el fin de apoyar la significativa participación en las TLTRO III⁴. En general, las ampliaciones de los activos de garantía admisibles han ido acompañadas de medidas de control de riesgos adecuadamente diseñadas⁵. En marzo de 2022, el BCE comenzó a retirar gradualmente las medidas de flexibilización mencionadas⁶.

Gráfico A

Contribución de los préstamos adicionales a los activos de garantía movilizados

(mm de euros, después de valoración y recortes)

- Préstamos adicionales
- Préstamos
- Bonos de titulización de activos
- Bonos garantizados
- Depósitos a plazo y en efectivo
- Otros activos negociables
- Deuda pública
- Crédito vivo medio



Fuente: BCE.

Notas: Utilización de activos de garantía: medias de los datos de fin de mes para cada período que se muestra. Crédito vivo medio: importe total que cubre todas las operaciones de crédito del Eurosistema basado en datos diarios. Las últimas observaciones corresponden al cuarto trimestre de 2024.

El 29 de noviembre de 2024, el Consejo de Gobierno dio un nuevo paso en la retirada gradual del marco temporal, con el objetivo de lograr un marco de

³ Para una descripción de los marcos de préstamos adicionales de los BCN en ese momento, véase K. Tamura y E. Tabakis, «The use of credit claims as collateral for Eurosystem credit operations», *Occasional Paper Series*, n.º 148, BCE, junio de 2013.

⁴ Se aceptaron préstamos adicionales en Bélgica, Alemania, Estonia, Irlanda, Grecia, España, Francia, Italia, Chipre, Letonia, Lituania, Malta, Austria, Portugal, Eslovenia, Eslovaquia y Finlandia.

⁵ Por ejemplo, el Eurosistema aplica recortes de valoración más elevados a los activos de menor calidad crediticia.

⁶ Véase «El BCE anuncia el calendario para la retirada gradual de las medidas temporales de flexibilización de los criterios de admisión de los activos de garantía en respuesta a la pandemia», nota de prensa, BCE, 24 de marzo de 2022; y «Decisiones adoptadas por el Consejo de Gobierno del BCE (distintas de las decisiones por las que se establecen los tipos de interés) — diciembre de 2023», BCE, 15 de diciembre de 2023.

activos de garantía del Eurosistema más armonizado, flexible y eficiente en la gestión de riesgos⁷. En consonancia con los resultados de la revisión reciente del marco operativo y para preservar un marco de activos de garantía amplio, el Consejo de Gobierno adoptó un conjunto de medidas que permitió retornar a una lista armonizada de activos de garantía disponible para todas las entidades de contrapartida con independencia de su ubicación en la zona del euro⁸. Estas decisiones se ajustan a los principios en los que se sustenta el marco operativo para la aplicación de la política monetaria y, por tanto, garantizarán que el marco de activos de garantía siga siendo adecuado durante el proceso de normalización del balance del Eurosistema⁹.

Para garantizar un marco de activos de garantía amplio y flexible, determinadas categorías de activos «temporales» se incorporarán al marco general. Los dos categorías de activos que se indican a continuación ya estaban admitidas en el Eurosistema en el marco temporal y se integrarán en el marco general: i) los bonos de titulización de activos cuya segunda mejor calificación crediticia corresponda a la categoría 3 en la escala de calificación armonizada del Eurosistema (calificación de BBB-) y cumplan los criterios de admisión establecidos actualmente en el marco temporal de activos de garantía¹⁰, y ii) determinados activos negociables denominados en dólares estadounidenses, libras esterlinas o yenes japoneses¹¹. Además, las fuentes de evaluación crediticia admitidas por el Eurosistema se diversificarán con la aceptación de los sistemas estadísticos internos de evaluación del crédito (S-ICAS, por sus siglas en inglés) de los BCN para los préstamos del marco general. Estos sistemas evalúan la solvencia de las sociedades no financieras aplicando un enfoque cuantitativo y se adhieren a un marco armonizado¹². Inicialmente, la mayoría de los S-ICAS se introdujeron en respuesta a la pandemia de COVID-19 para contribuir a la diversificación del conjunto de activos de garantía con el foco puesto, en particular, en las entidades no financieras pequeñas y medianas como deudoras de préstamos adicionales. Asimismo, el Consejo de Gobierno decidió realizar nuevos trabajos preparatorios para la integración futura de carteras de préstamos a sociedades no financieras en el marco general. Estos trabajos incluirán la elaboración de un marco de control de riesgos adecuado y la especificación de todos los requisitos técnicos necesarios.

Para reducir la complejidad y la heterogeneidad del marco de activos de garantía del Eurosistema, y tras el vencimiento de todas las TLTRO, otras

⁷ Véase «[El BCE anuncia cambios en el marco de activos de garantía del Eurosistema para promover una mayor armonización](#)», *nota de prensa*, BCE, 29 de noviembre de 2024.

⁸ Véase «[Cambios en el marco operativo para la aplicación de la política monetaria](#)», *nota de prensa*, BCE, 13 de marzo de 2024.

⁹ Los principios que guían la aplicación de la política monetaria son la eficacia, la solidez, la flexibilidad, la eficiencia, la economía de mercado abierto y los objetivos secundarios.

¹⁰ Para más información sobre la escala de calificación armonizada del Eurosistema, véase el sistema de [evaluación del crédito del Eurosistema \(ECAF, por sus siglas en inglés\)](#) en el sitio web del BCE.

¹¹ Los activos negociables denominados en moneda extranjera admisibles deben ser emitidos por emisores de la zona del euro, mantenidos o liquidados en el Espacio Económico Europeo (EEE) y cumplir todos los demás criterios de admisión ordinarios.

¹² El 19 de diciembre de 2024, el Consejo de Gobierno aprobó el marco armonizado de los S-ICAS, que era una condición para la aceptación de los S-ICAS en el marco general. Véase «[Decisiones adoptadas por el Consejo de Gobierno del BCE \(distintas de las decisiones por las que se establecen los tipos de interés\) — enero de 2025](#)», BCE, 31 de enero de 2025.

categorías de activos admitidos temporalmente dejarán de aceptarse de forma gradual. Los activos son los siguientes: i) préstamos a personas físicas y carteras de préstamos respaldados por activos inmobiliarios; ii) préstamos individuales con una calificación inferior a la categoría 3 de calidad crediticia, que equivale a una calificación inferior al grado de inversión, y iii) préstamos en moneda extranjera denominados en dólares estadounidenses, libras esterlinas o yenes japoneses. Además, dejarán de aplicarse requisitos técnicos relacionados con estas clases de activos, como los sistemas de evaluación de la calidad crediticia específicos de cada jurisdicción.

Se ha dado un paso más para simplificar el marco de activos de garantía del Eurosistema al dejar de aceptar dos categorías específicas de activos en el marco general. La medida afecta a los instrumentos de deuda emitidos con garantía hipotecaria al por menor y a los instrumentos de deuda no negociables garantizados por préstamos admitidos. Esta decisión se debe a un uso limitado de estos activos en términos históricos y a una demanda reducida en comparación con las vías alternativas existentes para movilizar los activos subyacentes, y permite simplificar más el marco de activos de garantía del Eurosistema.

Con estos cambios, el marco de activos de garantía del Eurosistema seguirá contribuyendo a una aplicación eficaz, sólida, flexible y eficiente de la política monetaria del BCE. Los cambios se implementarán cuando se lleve a cabo la siguiente actualización periódica del marco jurídico, pero no antes del cuarto trimestre de 2025. Habida cuenta de los próximos trabajos preparatorios para la integración de carteras de préstamos en el marco general, la aceptación de las carteras de préstamos a sociedades no financieras actualmente admitidos en el marco temporal se mantendrá al menos hasta el final de 2026. Lo mismo es aplicable a los préstamos que se benefician parcialmente de avales públicos relacionados con la pandemia, que en gran parte habrán vencido para entonces y se irán eliminando gradualmente. En todo caso, el Consejo de Gobierno mantendrá un marco de activos de garantía amplio para facilitar el uso de las operaciones de crédito del Eurosistema por parte de las entidades de contrapartida.

De las conferencias de prensa a los discursos: el impacto de la comunicación de la política monetaria del BCE

Yıldız Akkaya, Lea Bitter, Adriana Grasso y Brian Amorim Cabaco

La comunicación de la política monetaria es importante para gestionar las expectativas y mejorar la eficacia de la política monetaria en la consecución de la estabilidad de precios. El principal canal de transmisión de las decisiones de política monetaria son las declaraciones y los anuncios realizados después de las reuniones de política monetaria del Consejo de Gobierno, que suelen celebrarse cada seis semanas. Sin embargo, la comunicación adicional que tiene lugar entre estas reuniones —en forma de discursos, entrevistas y reseña de la última reunión— también desempeña un papel importante en la determinación de las expectativas de política monetaria.

Los cambios en las expectativas resultantes de la comunicación pueden analizarse midiendo las variaciones de alta frecuencia que se producen en los precios de los activos en torno a eventos de política monetaria. El seguimiento del impacto de la comunicación entre las reuniones de política monetaria ayuda a entender mejor los cambios en las expectativas de política monetaria al aportar una visión más completa de la dirección de la política del BCE y de sus intenciones¹.

El análisis de la comunicación de la política monetaria del BCE a través de distintas fuentes permite conocer mejor su eficacia en la determinación de las expectativas. Para analizar el impacto de la comunicación del BCE en los mercados, la muestra de eventos de política monetaria (notas y conferencias de prensa) incluidos en *Altavilla et al. (2019)* se amplía incorporando la comunicación entre las reuniones del Consejo de Gobierno, como discursos relevantes relacionados con la ejecución de la política monetaria pronunciados por el presidente/la presidenta del BCE². Otra fuente de información procede de los titulares de las noticias de Bloomberg que se refieren al BCE y a la política monetaria, y que han sido marcados como más relevantes por los usuarios de Bloomberg. También se incluye la publicación de las reseñas de las reuniones de política monetaria, en las que se documentan las deliberaciones del Consejo de Gobierno durante estas reuniones, y el Boletín Económico, que explica los fundamentos de las decisiones de política monetaria a la luz de la situación económica y financiera imperante. La muestra se extiende entre 1999 y octubre de 2023. El número de eventos de comunicación fluctúa a lo largo del tiempo, debido a cambios en las convenciones institucionales, como el número de reuniones de política monetaria del Consejo de Gobierno por año. Cabe destacar que el número

¹ Para Estados Unidos, M. D. Bauer y E. T. Swanson, «*An alternative explanation for the ‘Fed information effect’*», *American Economic Review*, vol. 113, n.º 3, marzo de 2023, muestran que los agentes del mercado extraen información sustancial sobre la orientación de la política monetaria de los discursos. Además, E. T. Swanson, «*The importance of Fed Chair speeches as a monetary policy tool*», *AEA Papers y Proceedings*, vol. 113, mayo de 2023, demuestra que los discursos públicos pronunciados por el presidente de la Reserva Federal están asociados a cambios en los rendimientos de la deuda del Tesoro, que son de magnitud comparable a la de los observados con ocasión de las reuniones del Comité Federal de Mercado Abierto.

² Los discursos relevantes son aquellos de los que se hacen eco las agencias de noticias económicas.

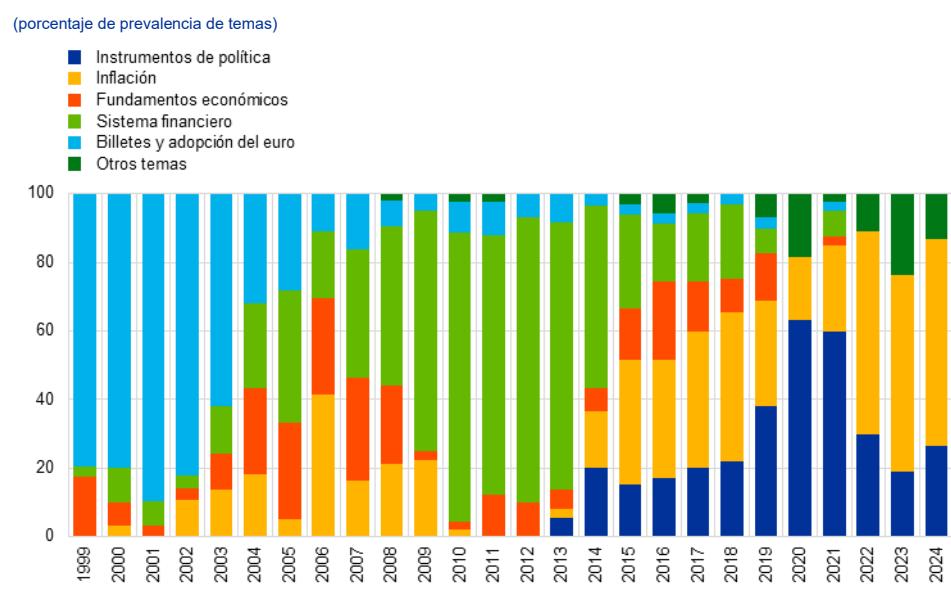
de eventos de comunicación documentados aumentó en períodos clave como la crisis financiera global (2008-2009), la crisis de deuda soberana europea (2010-2012), la pandemia de COVID-19 (2020-2021) y las posteriores subidas de la inflación (2021-2022)³.

La evolución de la comunicación del BCE pone de manifiesto que la importancia relativa de los temas varía en respuesta a los cambios en la situación económica y financiera y en el entorno de las políticas. Un modelo probabilístico de temas filtra seis temas diferentes en los distintos tipos de comunicación del BCE. Cada uno de ellos se caracteriza en función de una lista de palabras destacadas que tienen una alta probabilidad de asociarse a ese tema concreto, lo que asegura una clara diferenciación entre los distintos temas identificados por el modelo. Este enfoque permite hacer un seguimiento de los cambios en los temas a lo largo del tiempo. El gráfico A muestra cambios significativos en los temas más mencionados en las comunicaciones del BCE. Las comunicaciones iniciales se centraron en la creación del euro, su introducción y el marco institucional del BCE, pero el tema «Billetes y adopción del euro» perdió fuelle después de la década de 2000. Antes de la crisis financiera global, algunos de los temas recurrentes fueron la evolución de los precios («Inflación»), los «Fundamentos económicos» y los mercados financieros («Sistema financiero»). A finales de la primera década de este siglo y principios de la siguiente, la atención pasó a centrarse en las tensiones en los mercados financieros, la supervisión bancaria, la crisis financiera y la posterior crisis de deuda soberana (todas englobadas en el tema «Sistema financiero»). «Instrumentos de política» aumentó su predominio entre mediados de la década de 2010 y 2021, cuando los tipos de interés oficiales se situaron próximos al límite inferior y se adoptaron medidas no convencionales. Las subidas de la inflación posteriores a la pandemia que comenzaron en 2021 dieron lugar a un resurgimiento de la comunicación con el foco puesto en la inflación. Por último, desde 2020, han adquirido mayor prevalencia nuevos temas con menor relevancia directa para las decisiones de política monetaria, como el cambio climático, la transición energética, la digitalización y la paridad de género (todos ellos clasificados dentro de «Otros temas»).

³ K. Istrefi, F. Odendahl y G. Sestieri, «[ECB communication and its impact on financial markets](#)», *Working Paper Series*, n.º 859, *Banque de France*, enero de 2022, también examinan la influencia de la comunicación del BCE en las respuestas de los mercados financieros y confirman la relevancia de hacer un seguimiento de la comunicación en el período entre reuniones.

Gráfico A

Evolución de los temas tratados en la comunicación del BCE



Fuente: Cálculos del BCE.

Notas: Las fuentes de comunicación consideradas en este gráfico incluyen las conferencias de prensa posteriores a las reuniones de política monetaria del Consejo de Gobierno, las notas de prensa correspondientes, las reseñas de las reuniones de política monetaria del Consejo de Gobierno y los discursos pronunciados por el presidente de turno del BCE. El Boletín Mensual y el Boletín Económico se excluyen, ya que el primero solo está disponible en formato PDF, lo que hace que no valga para el filtrado de datos por temas. La última observación corresponde a junio de 2024.

El impacto de los distintos eventos de comunicación del BCE es muy variable, ya que la comunicación inmediatamente posterior a las reuniones de política monetaria y la comunicación entre reuniones contribuyen de forma diferente a los movimientos de los mercados. Las reuniones del Consejo de Gobierno se asocian a los mayores movimientos de los rendimientos libres de riesgo y de la deuda soberana, mientras que la comunicación entre estas reuniones tiene un impacto medio sustancialmente menor (cuadro). Dado el elevado número de discursos pronunciados por los presidentes del BCE, la variación absoluta media por discurso es menor que la de las declaraciones y anuncios más infrecuentes realizados después de las reuniones del Consejo de Gobierno. Sin embargo, el efecto acumulado de la comunicación frecuente entre las reuniones de política monetaria alcanza un nivel comparable al impacto en los mercados de las reuniones del Consejo de Gobierno a lo largo del período de la muestra. Los discursos pronunciados por el presidente de turno del BCE, en particular, generan importantes movimientos acumulados de los rendimientos, que son de magnitud similar a la de los que se derivan de las notas y conferencias de prensa de política monetaria combinadas. Por el contrario, las reseñas de las reuniones de política monetaria y los titulares de Bloomberg tienen un impacto acumulado mucho menor en los rendimientos.

Cuadro

Variaciones de alta frecuencia absolutas acumuladas de los rendimientos libres de riesgo y de la deuda soberana, por tipo de evento

(puntos básicos)

Tipo de evento	OIS a 1 mes	OIS a 2 años	OIS a 10 años	Bono alemán a 10 años	Bono italiano a 10 años
Nota de prensa de política monetaria	80,6 (0,4)	282,3 (1,4)	296,4 (1,4)	304,6 (1,5)	387,4 (1,9)
Conferencia de prensa del Consejo de Gobierno	66,5 (0,3)	242,2 (1,2)	311,5 (1,5)	344,9 (1,7)	430,8 (2,1)
Reseña de política monetaria	11,8 (0,2)	42,1 (0,6)	63,6 (0,9)	65,2 (0,9)	83,5 (1,2)
Boletín Mensual/Económico	57,4 (0,3)	169,3 (0,8)	201,2 (1,0)	209,5 (1,0)	277,1 (1,4)
Discursos del presidente/la presidenta del BCE	155,0 (0,2)	473,5 (0,7)	538,9 (0,8)	556,2 (0,8)	716,3 (1,0)
Titular de Bloomberg	26,8 (0,1)	105,1 (0,6)	105,5 (0,5)	97,9 (0,5)	111,8 (0,6)

Fuente: Cálculos del BCE.

Notas: El cuadro muestra las variaciones de alta frecuencia absolutas acumuladas (las variaciones absolutas medias figuran entre paréntesis) para una serie de rendimientos libres de riesgo y de la deuda soberana en todos los tipos de eventos, calculadas con datos correspondientes al período comprendido entre enero de 2004 y octubre de 2023. La ventana de alta frecuencia en torno a los distintos tipos de eventos es la siguiente: de -10 minutos a +20 minutos en torno a la publicación de la nota de prensa de política monetaria; de -10 minutos a +75 minutos en torno al comienzo de la conferencia de prensa del Consejo de Gobierno; de -10 minutos a +50 minutos alrededor de la publicación de la reseña de la reunión de política monetaria del Consejo de Gobierno; de -10 minutos a +80 minutos en torno a la publicación del Boletín Mensual/Económico; de -10 minutos a +60 minutos alrededor de la publicación de discursos distintos de las comparecencias ante el Parlamento Europeo; y de -10 minutos a +10 minutos en torno a la publicación de los titulares de Bloomberg. «OIS» se refiere a *overnight index swap*.

En consonancia con la literatura, la distribución de los impactos de las notas y conferencias de prensa de política monetaria sobre los rendimientos muestra «colas gruesas» (*fat tails*)⁴. Las respuestas de los rendimientos a los anuncios de política monetaria son, por lo general, reducidas, pero los anuncios significativos provocan reacciones sustanciales de los precios de los activos, lo que se traduce en una distribución con colas gruesas. Esto puede observarse en el panel a) del gráfico B, en el que la anchura en cada punto del «gráfico de violín» refleja la densidad de los datos. La mayoría de los valores se concentran en torno a cero y las «colas delgadas» indican respuestas ocasionales y de mayor magnitud. Las «colas gruesas» son una característica aún más acusada en las distribuciones del impacto de la comunicación entre reuniones, debido a que la reacción de los mercados es más limitada en general y a que el número de eventos significativos es menor, a pesar de que se produzcan algunos eventos importantes entre las reuniones que tienen un impacto muy elevado en los mercados en las colas de la distribución⁵.

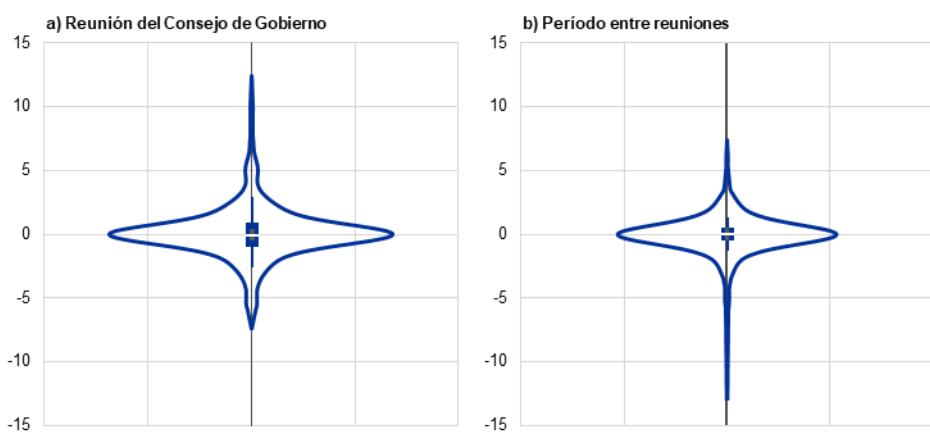
⁴ Para Estados Unidos véase, por ejemplo, M. Jarociński, «[Estimating the Fed's unconventional policy shocks](#)», *Journal of Monetary Economics*, vol. 144, mayo de 2024, y, para la zona del euro, Y. Akkaya, L. Bitter, C. Brand y L. Fonseca, «[A statistical approach to identified ECB monetary policy](#)», *Working Paper Series*, n.º 2994, BCE, octubre de 2024.

⁵ En un discurso histórico pronunciado en la Global Investment Conference, celebrada en Londres en julio de 2012, Mario Draghi adquirió el famoso compromiso de hacer «todo lo que sea necesario» (*«whatever it takes»*) para preservar el euro cuando la crisis de deuda soberana de la zona del euro se enraizó, provocando una acusada caída de los rendimientos de la deuda soberana.

Gráfico B

Distribución de los movimientos de alta frecuencia en los tipos OIS a dos años, por tipo de evento

(eje de abscisas: densidad; eje de ordenadas: puntos básicos)



Fuente: Cálculos del BCE.

Notas: La muestra subyacente abarca el período comprendido entre enero de 2004 y octubre de 2023. Los gráficos de violín ilustran las estimaciones de densidad de Kernel de los movimientos de alta frecuencia en el tipo OIS a dos años, por tipo de evento, reflejadas en la representación de la mediana, el percentil 25 y el percentil 75, que se presentan en forma de caja.

La comunicación que acompaña a las reuniones del Consejo de Gobierno y la que se realiza en el período entre reuniones son esenciales para la transmisión eficaz y la determinación de la política monetaria del BCE. La comunicación desempeña un papel crucial en la configuración de los resultados de la política monetaria. Aunque las conferencias de prensa posteriores a las reuniones del Consejo de Gobierno son el principal canal para anunciar las decisiones de política monetaria, la comunicación entre las reuniones del Consejo de Gobierno también es importante para el seguimiento de la evolución de las deliberaciones de política monetaria. Aunque el impacto de la comunicación entre reuniones tiende a ser menor que el de las conferencias de prensa, su frecuencia produce un efecto acumulado significativo a lo largo del tiempo. La comunicación entre reuniones no solo explica las decisiones de política monetaria y garantiza la rendición de cuentas y la transparencia, sino que también determina las expectativas de política monetaria.

Estimaciones del tipo de interés natural para la zona del euro: percepciones, incertidumbres y deficiencias

Claus Brand, Noémie Lisack y Falk Mazelis

Las estimaciones del tipo de interés natural — r^* — muestran tendencias que revisten una importancia fundamental para la política monetaria, pero que están sujetas a importantes salvedades. r^* se define como el tipo de interés real que no se corresponde con una expansión ni con una contracción. Por lo general, las medidas de r^* se construyen como un valor de equilibrio hacia el que los tipos de interés tienden a desplazarse a medio y largo plazo, conforme los desequilibrios entre el ahorro y la inversión agregados se reducen y las presiones inflacionistas o desinflacionistas que pueden haberse generado como consecuencia de esos desequilibrios se disipen. Estas medidas también proporcionan información sobre el riesgo de que los tipos de interés a corto plazo se vean restringidos por su límite inferior efectivo. Sin embargo, las medidas de r^* disponibles plantean numerosos retos de medición y de especificación de los modelos, y son muy inciertas debido a los distintos grados de incertidumbre a los que están sujetos los modelos, los parámetros, los filtros y los datos en tiempo real. Aunque las estimaciones de r^* proporcionan información complementaria para las decisiones de política monetaria y contribuyen a la comunicación de la orientación de dicha política, no pueden considerarse una medida mecánica de la política monetaria adecuada en ningún momento. En la conducción de la política monetaria la única alternativa es adoptar las decisiones sobre la base de un análisis exhaustivo de los datos y de sus implicaciones macroeconómicas. En la zona del euro, en particular, esta valoración se centra en tres aspectos: 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.

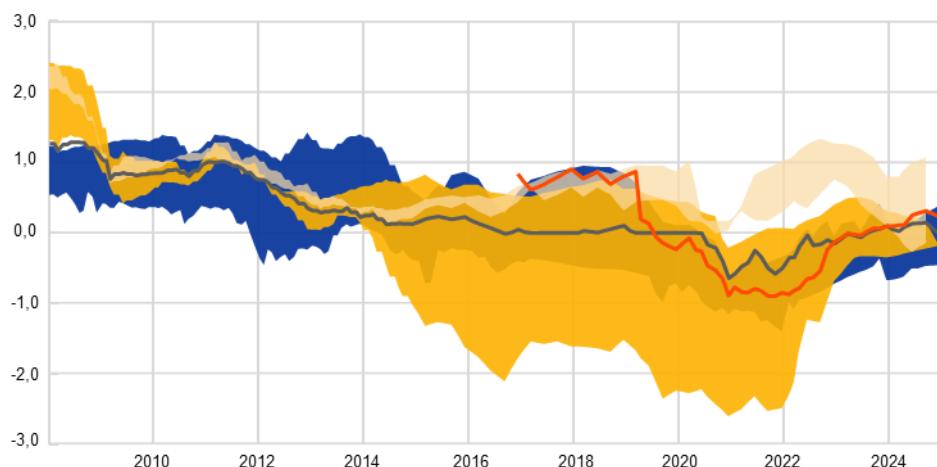
Los rangos de las estimaciones puntuales de diferentes modelos de r^* indican que estos últimos están sujetos a un grado muy elevado de incertidumbre. La incertidumbre de los modelos es aquella variabilidad de las estimaciones de r^* que se deriva del uso de distintos modelos. Dado que r^* no es observable, los economistas emplean diversos modelos para estimarlo. Estos modelos pueden incorporar definiciones diferentes del tipo de interés objetivo, por ejemplo, el instrumento utilizado por el banco central para la conducción de la política monetaria. También cabe la posibilidad de basar modelos distintos en determinantes alternativos, como indicadores de la holgura de la economía o los horizontes temporales en los que la inflación finalmente se estabiliza. Los modelos pueden agruparse por tipo de medida, como medidas de equilibrio *slow-moving* (de variación lenta) y medidas cíclicas de estabilización de la inflación. Las medidas de r^* *slow-moving* están ancladas a las tendencias económicas a largo plazo, pero es posible que no capten las fluctuaciones a corto plazo. Las medidas de r^* cíclicas reflejan la dinámica a corto plazo y muestran propiedades de estabilización de la inflación, pero pueden ser sensibles a perturbaciones transitorias y son menos estables. Por tanto, encontrar un equilibrio entre estas disyuntivas supone un reto.

Gráfico A

Tipos de interés naturales reales de la zona del euro

(porcentajes)

- Rango de estimaciones basadas en modelos estructurales de curva de tipos
- Rango de estimaciones basadas en modelos semiestructurales, excluido el modelo HLW
- Rango de estimaciones basadas en modelos semiestructurales, solo en el modelo HLW
- Mediana (todas las medidas)
- Mediana de las estimaciones basadas en encuestas



Fuentes: Cálculos del BCE, estimaciones del Eurosystema, Federal Reserve Bank of New York y Consensus Economics.

Notas: Las estimaciones de las medidas basadas en encuestas, en modelos estructurales de curva de tipos y en modelos semiestructurales que se muestran en el gráfico se basan en las mismas medidas a las que se hace referencia en el recuadro titulado «Actualización sobre las estimaciones del tipo de interés natural de la zona del euro», *Boletín Económico*, número 1, BCE, 2024. La estimación obtenida del modelo DSGE no se incluye en el gráfico. Las medidas basadas en el modelo HLW, que no garantizan una brecha del tipo de interés real estacionaria, se presentan por separado de otras medidas basadas en modelos semiestructurales. Las últimas observaciones corresponden al tercer trimestre de 2024 para las estimaciones basadas en Holston, Laubach y Williams (2023), Grosse-Steffen, Lhuissier, Marx y Penalver (mimeo), y Carvalho (2023), y al cuarto trimestre de 2024 para las demás estimaciones.

El gráfico A muestra un amplio conjunto de estimaciones puntuales del tipo de interés natural real. Tras registrar un ligero aumento después de la pandemia, el rango actualizado de las estimaciones puntuales del tipo de interés natural real de la zona del euro se ha mantenido prácticamente sin variación desde finales de 2023 y es acorde con las estimaciones documentadas en el *Boletín Económico número 1/2024*¹. Las medidas se clasifican en cuatro categorías. La línea de color rojo indica la mediana de las medidas basadas en encuestas. Las medidas que se muestran en el área de color azul oscuro se han obtenido de modelos estructurales de curva de tipos de interés. Las basadas en modelos semiestructurales aparecen en la parte de color amarillo oscuro. Por último, las tres estimaciones obtenidas del modelo de Holston-Laubach-Williams (HLW) se presentan por separado en el área de color

¹ El rango que se muestra en el gráfico A también es, en general, acorde con el conjunto de estimaciones publicadas recientemente por el Banco de Pagos Internacionales. Véase G. Benigno, B. Hofmann, G. Nuño y D. Sandri, «*Quo vadis, r*? The natural rate of interest after the pandemic*», *BIS Quarterly Review*, marzo de 2024, pp. 17-30.

amarillo claro y no están disponibles para el cuarto trimestre de 2024². Si únicamente se consideran las medidas que figuran en las áreas de color azul oscuro y amarillo oscuro que pudieron actualizarse hasta el final de 2024, las estimaciones más recientes del r^* real se sitúan en un rango comprendido entre el $-0,5\%$ y el $+0,5\%$ (véanse los intervalos de color azul oscuro y amarillo oscuro correspondientes al cuarto trimestre de 2024 en el gráfico A)³. La manera de trasladar esas medidas a términos nominales es específica de cada medida. Algunos modelos producen versiones reales y nominales de r^* , mientras que otros solo estiman una versión. En este último caso, el valor que falta debe obtenerse sumando o restando de la estimación del modelo el objetivo de inflación a medio plazo del 2 % del BCE o las expectativas de inflación a medio plazo coherentes con el modelo. Cuando se tienen en cuenta las tres estimaciones generadas por las versiones del modelo HLW, el rango del r^* real se sitúa entre el $-0,5\%$ y el 1 %, y el rango del valor nominal correspondiente entre el 1,75 % y el 3 %⁴. Si únicamente se toman en consideración las medidas incluidas en las áreas de color azul oscuro y amarillo oscuro para las que se dispone de una actualización hasta el final de 2024, las estimaciones del r^* nominal desde el intervalo más reciente fluctúan entre el 1,75 % y el 2,25 %. Dadas las incertidumbres que se han señalado en este recuadro acerca de las estimaciones, estos rangos deben considerarse meramente indicativos.

Además, las estimaciones del tipo natural están sujetas a incertidumbres en los parámetros del modelo concreto. Las estimaciones puntuales suelen arrojar un resultado que está condicionado a una única estimación de los parámetros del modelo específico, normalmente el valor «más probable». Sin embargo, los métodos econométricos utilizados para estimar dichos parámetros generan un conjunto completo de estimaciones alternativas plausibles. Por ejemplo, las técnicas de estimación bayesianas se concentran en las distribuciones de probabilidad de los

² Las estimaciones del modelo HLW también se muestran por separado en el área de color amarillo claro, debido a sus diferencias metodológicas con respecto a otras medidas basadas en modelos semiestructurales, que figuran en la parte de color amarillo oscuro. En particular, la familia de modelos HLW (véase Holston *et al.*, 2017) establece una relación retrospectiva entre la brecha del tipo de interés real, la holgura de la economía y la inflación. Al incluir una curva de Phillips aceleracionista, la estimación de r^* resultante estabiliza la inflación en torno a una deriva aleatoria, es decir, un nivel de inflación no necesariamente próximo al objetivo del banco central. Los enfoques basados en el modelo HLW no suelen incorporar una ecuación de tipos de interés y, por lo tanto, no incluyen ningún mecanismo que respalde una brecha estacionaria del tipo de interés real. Sin embargo, las estimaciones resultantes de la persistencia de brechas negativas del tipo de interés real en la zona del euro son difíciles de conciliar con las caídas de inflación observadas durante el período comprendido entre la crisis financiera global y la pandemia. Además, el marcado aplanamiento de las curvas de Phillips y de inversión-ahorro estimadas se amplifica filtrando la incertidumbre, generando así una «imprecisión de la estimación» en la que, como reconocen Holston *et al.* (2017), «el error medio estándar en la estimación de r^* es muy grande... y, por lo tanto, r^* se identifica vagamente». Sobre los fundamentos teóricos y económicos del modelo HLW, véanse T. Laubach y J. C. Williams, «Measuring the Natural Rate of Interest», *The Review of Economics and Statistics*, vol. 85, n.º 4, noviembre de 2003, pp. 1063-1070, y K. Holston, T. Laubach y J. C. Williams, «Measuring the natural rate of interest: International trends and determinants», *Journal of International Economics*, Elsevier, vol. 108, suplemento 1, mayo de 2017, páginas S59-S75.

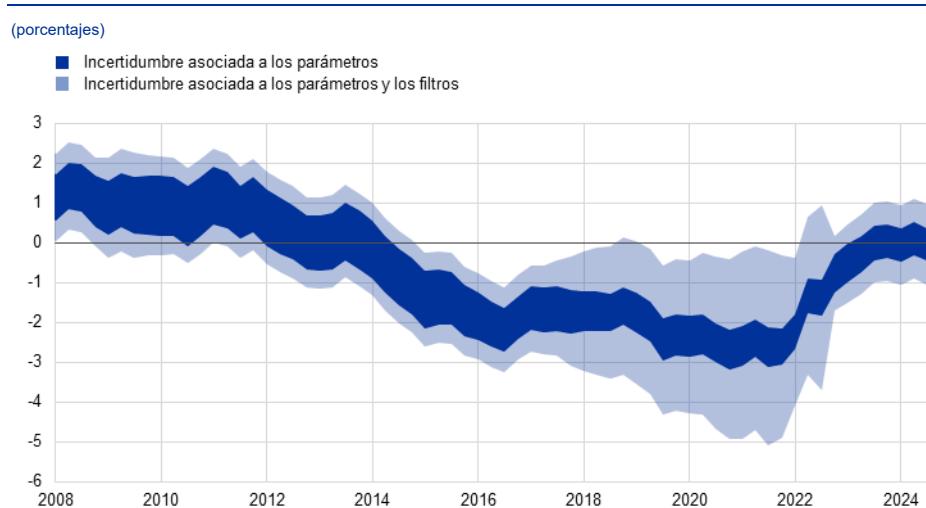
³ Los valores que se presentan en este recuadro para el r^* real y nominal están redondeados al incremento de 25 puntos básicos más próximo.

⁴ Como referencia cruzada, la estimación del modelo HLW para la zona del euro en el tercer trimestre de 2024 publicada por el Federal Reserve Bank of New York fue del 1,84 % en términos nominales. Para conocer otras especificaciones similares a las del modelo HLW de las que el Eurosistema realiza un seguimiento, véase el enfoque presentado por A. Carvalho en «The euro area natural interest rate — Estimation and importance for monetary policy», *Banco de Portugal Economic Studies*, vol. IX, n.º 3, julio de 2023.

parámetros más que en sus estimaciones puntuales. La adopción de este enfoque permite utilizar una distribución de valores para la estimación de r^* de cada modelo, que refleja la incertidumbre estadística que afecta a la estimación de los parámetros de ese modelo. Si se considera un modelo semiestructural cuya estimación puntual se incluye en el rango que se muestra en el gráfico A (el modelo de Brand y Mazelis, 2019), se observa que la incertidumbre asociada a los parámetros que rodea a cada una de las estimaciones puntuales de r^* puede ser bastante elevada (área de color azul oscuro del gráfico B).

Gráfico B

Incertidumbre asociada a los parámetros y los filtros en torno a las estimaciones del tipo de interés natural real en el modelo de Brand y Mazelis



Fuente: Cálculos del BCE.

Notas: Las estimaciones se basan en C. Brand y F. Mazelis, «*Taylor-rule consistent estimates of the natural rate of interest*», *Working Paper Series*, n.º 2257, BCE, Frankfurt, marzo de 2019 (ampliado para incluir la volatilidad estocástica en la brecha de producción, un tipo de interés a largo plazo, los efectos de las compras de activos y el límite inferior efectivo). Se utiliza la *RISE toolbox* para estimar los parámetros y un filtro de Kalman con cambio de regímenes, lo que permite extraer matrices de covarianzas de estados no observados (véase J. Maib «*Efficient perturbation methods for solving regime-switching DSGE models*», *Working Paper*, 01/2015, Norges Bank, 16 de enero de 2015). Las incertidumbres asociadas a los parámetros y los filtros se muestran como bandas de incertidumbre del 95 %, calculadas siguiendo los métodos de inferencia estadística con el filtro de Kalman descritos en el capítulo 13.7 de J. D. Hamilton, «*Time Series Analysis*», Princeton University Press, 1994. Dado que estimar directamente la máxima verosimilitud es poco práctico en nuestro entorno, como aproximación se utiliza la distribución *a posteriori*. La incertidumbre sobre los filtros se basa en la matriz de covarianzas específica del régimen de los estados no observados obtenida del régimen predominante en el modelo, que presenta una volatilidad reducida de la brecha de producción y un tipo de interés oficial que sigue la regla de Taylor. Si se tuvieran en cuenta las covarianzas específicas del régimen o las matrices de covarianzas conjuntas de distintos regímenes, los rangos de incertidumbre se ampliarían aún más.

Una fuente adicional de incertidumbre procede del hecho de que r^* sea una variable no observable que debe inferirse de datos observables, un reto conocido como filtrado. Dado que r^* no se puede observar directamente, es necesario extraerlo de los datos económicos que se pueden medir. En consecuencia, la incertidumbre adicional sobre los filtros se asocia a la obtención de una señal informativa de los datos. Al igual que sucede con la incertidumbre asociada a los parámetros, el rango de incertidumbre de los filtros varía en el tiempo. Conjuntamente, el rango de incertidumbre relacionada con los parámetros y

los filtros puede llegar a ser de varios puntos porcentuales (área de color azul claro del gráfico B) incluso para un solo modelo⁵.

Las diferentes muestras de datos y las revisiones de los datos históricos amplifican el impacto de la incertidumbre asociada a los filtros, lo que da lugar a grandes variaciones ex post de las estimaciones puntuales de r^* obtenidas de la muestra y a aumentar aún más el grado de incertidumbre. Las estimaciones de r^* de los modelos específicos pueden cambiar de forma significativa cuando se añaden observaciones o se revisan los datos históricos⁶. El gráfico C ilustra el considerable nivel de esta sensibilidad utilizando el enfoque ampliamente mencionado de Holston, Laubach y Williams (2023). Con el tiempo, conforme se vaya disponiendo de actualizaciones, las revisiones de las estimaciones obtenidas con anterioridad pueden llegar a ser de un punto porcentual. Más recientemente, las estimaciones puntuales del final de la muestra han variado en magnitudes similares de un trimestre a otro.

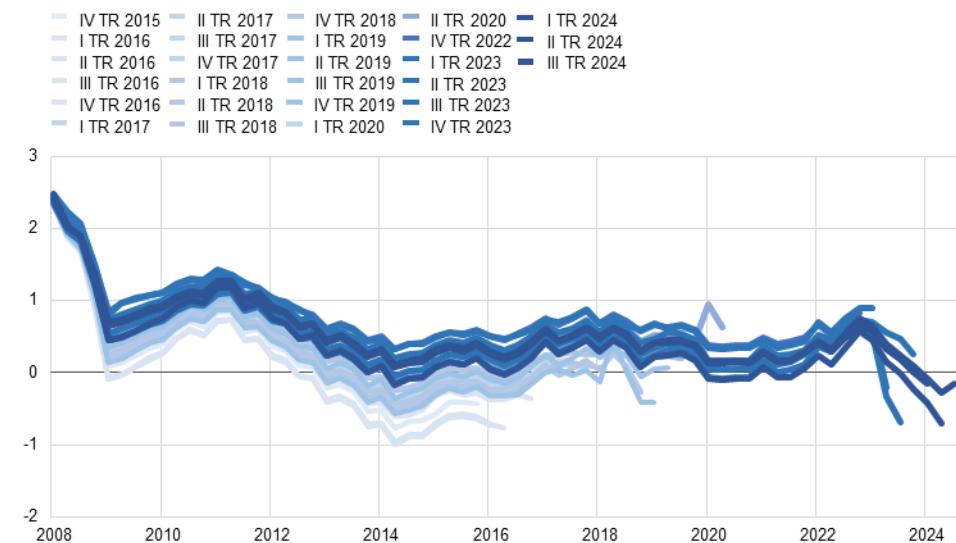
⁵ La elevada dispersión se debe, en parte, a una demanda agregada relativamente estancada y a las curvas de Phillips implícitas en los modelos semiestructurales utilizados para la estimación de r^* y no es específica del modelo de Brand y Mazelis. En comparación, las estimaciones del modelo HLW correspondientes al tercer trimestre de 2024 mencionadas anteriormente plantean una dificultad de observabilidad adicional, lo que lleva a un rango de incertidumbre acumulada sobre los parámetros y los filtros que es de un orden de magnitud mayor. Habida cuenta de que las bandas de incertidumbre llegan a ser de +/-10 puntos porcentuales, no está claro si en algún momento la estimación del modelo HLW es diferente del 0 % o de cualquier otro nivel de tipos de interés observado a lo largo del período muestral. Fiorentini *et al.* (2018) demuestran que la demanda agregada estancada y las curvas de Phillips aumentan significativamente la incertidumbre asociada a los filtros. Véase G. Fiorentini, A. Galesi, G. Pérez-Quiros y E. Sentana, «[The rise and fall of the natural interest rate](#)», *Documentos de Trabajo*, n.º 1822, Banco de España, 2018.

⁶ Todas las estimaciones de variables no observadas plantean el problema de las revisiones de los datos y de las diferencias en las series de datos anteriores. Como señalan Orphanides y van Norden (2002), las estimaciones de la brecha de producción en tiempo real no son particularmente fiables, debido a las sustanciales revisiones de los datos. Véase A. Orphanides y S. van Norden, «[The Unreliability of Output-Gap Estimates in Real Time](#)», *The Review of Economics and Statistics*, vol. 84, n.º 4, noviembre de 2002, pp. 569-583.

Gráfico C

Actualizaciones de las estimaciones puntuales del tipo de interés natural real de la zona del euro obtenidas del modelo de Holston, Laubach y Williams

(porcentajes)



Fuente: Federal Reserve Bank of New York.

Notas: Véase K. Holston, T. Laubach y J. C. Williams, «[Measuring the Natural Rate of Interest after COVID-19](#)», *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports*, n.º 1063, junio de 2023. La estimación más reciente, publicada para el tercer trimestre de 2024, también se muestra en el extremo inferior del área de color amarillo claro del gráfico A.

Pese a las incertidumbres que conlleva, la realización de un seguimiento de los movimientos amplios del tipo de interés natural a lo largo del tiempo proporciona información cualitativa sobre las tendencias económicas subyacentes. A pesar de las incertidumbres asociadas a la estimación de r^* , sus tendencias contienen información sobre la evolución de los desequilibrios entre ahorro e inversión que pueden generar presiones inflacionistas o desinflacionistas, así como sobre la medida en que el tipo de interés a corto plazo podría verse restringido por el límite inferior. Las estimaciones persistentemente bajas de r^* durante el período comprendido entre 2015 y 2022 que se muestran en el gráfico A, por ejemplo, reflejan la persistente debilidad de la demanda agregada en ese período y las reducidas presiones inflacionistas que generó. Aunque las estimaciones llevadas a cabo en el entorno posterior a la pandemia sugieren cierto aumento de r^* , las estimaciones actuales siguen situándolo notablemente por debajo de los niveles estimados antes de la crisis financiera global, lo que apunta a que los riesgos asociados al límite inferior todavía se prolongarían en caso de que se produjeran perturbaciones desinflacionistas suficientemente importantes.

Las incertidumbres inherentes a las estimaciones y las deficiencias conceptuales limitan la utilidad de las estimaciones disponibles del tipo de interés natural para la conducción la política monetaria en tiempo real. Debido a la existencia de numerosos tipos de incertidumbre y a que el foco se centra en el instrumento de tipos de interés a corto plazo —en contraposición a medidas más amplias de las condiciones de financiación, que pueden tener un mayor impacto sobre el gasto—, la utilidad de r^* como indicador para contribuir a calibrar la orientación de la política monetaria es muy limitada. Esto dificulta su uso como

norma para la fijación de los tipos de interés en las reuniones de política monetaria. Muchos de los modelos empleados no consideran que r^* estabilice la inflación en línea con el objetivo, sino que es meramente indicativo de los niveles hacia los que los tipos de interés se mueven a más largo plazo. Asimismo, como función de perturbaciones históricas, estas medidas de los tipos de interés «de equilibrio» también son, en gran parte, retrospectivas. Es probable que, en el momento en el que se espera que se alcance ese nivel de equilibrio, la economía ya haya estado expuesta a nuevas perturbaciones, lo que posiblemente provoque una desviación del tipo de interés de equilibrio y requiera que la política monetaria contrarreste estas perturbaciones. Además, la conexión entre un r^* definido en términos del instrumento de tipos de interés a corto plazo de la política monetaria y la economía en su conjunto puede cambiar, ya que la transmisión de la política monetaria depende de un conjunto más amplio de condiciones de financiación —incluidos el coste y la disponibilidad de crédito bancario— y de los precios en una serie de mercados de activos. La relación entre el instrumento de tipos de interés a corto plazo y los indicadores más amplios de la política monetaria está condicionada por la situación económica y no suele ser estable. Es fundamental tener en cuenta estas incertidumbres y deficiencias conceptuales al interpretar las estimaciones de r^* .

Artículos

1 La competitividad europea: el papel de las instituciones y la necesidad de reformas estructurales

Marinela-Daniela Filip, Daphne Momferatou y Susana Párraga Rodríguez

Introducción

La competitividad vuelve a estar en el nivel más alto de la agenda europea. El crecimiento económico sostenible a largo plazo favorece la estabilidad de precios y proporciona más margen de maniobra a las autoridades monetarias¹. Los retos tradicionales relacionados con el bajo crecimiento de la productividad, la elevada carga regulatoria y los factores demográficos adversos se han visto agravados por las tensiones geopolíticas, la fragmentación del comercio y la perspectiva de precios energéticos persistentemente altos. Los informes recientes de Mario Draghi y de Enrico Letta han puesto de relieve estos retos y la necesidad de adoptar medidas urgentes y concretas que permitan a Europa dejar de ir a la zaga y mantener una ventaja competitiva sobre sus competidores mundiales^{2, 3}. La prioridad de la nueva Comisión Europea es acelerar el ritmo de reformas e inversiones, prestando especial atención a la innovación, la descarbonización y la autonomía estratégica⁴.

La competitividad es un concepto complejo y multidimensional que puede definirse de diversas maneras. Aunque existen numerosos factores que interactúan con ella e influyen en ella, la única estrategia sostenible a largo plazo para mantener un alto nivel de competitividad es alcanzar un crecimiento sólido de la productividad. Esto asegura también un elevado nivel de vida para los ciudadanos. En vista de las tensiones geopolíticas actuales, la competitividad debe ir de la mano de la resiliencia, entendida como la capacidad de resistir frente a las perturbaciones y de adaptarse a ellas. Si Europa reduce las dependencias estratégicas del exterior, que generan incertidumbre y frenan la inversión, puede reforzar tanto su competitividad como su seguridad económica.

¹ M. D. Filip, D. Momferatou y S. Parraga-Rodriguez, «[Why a more competitive economy matters for monetary policy](#)», *The ECB Blog*, BCE, 11 de febrero de 2025

² Véanse M. Draghi, «[The future of European competitiveness – A competitiveness strategy for Europe](#)», Comisión Europea, septiembre de 2024, y E. Letta, «[Much more than a market](#)», abril de 2024.

³ Debido a las restricciones en los datos y a las numerosas fuentes que se refieren a distintos subconjuntos de países de la UE, así como al hecho de que los debates sobre la competitividad no se limitan a la zona del euro, a efectos de este artículo se utiliza el concepto de «Europa» para hacer referencia indistintamente a la zona del euro, a la Unión Europea (UE) y a cualquier grupo más reducido de países de la UE.

⁴ Varias propuestas formuladas en el informe Draghi se han incorporado a las orientaciones políticas para la próxima Comisión Europea 2024-2029 de Ursula Von der Leyen presentadas al Parlamento Europeo en julio de 2024, a las cartas de mandato enviadas en septiembre de 2024 a los comisarios propuestos, y a la [Brújula para la Competitividad de la UE](#) publicada recientemente.

Este artículo se centra en el papel que las instituciones pueden desempeñar para impulsar el crecimiento de la productividad a través de la inversión, la innovación y las transiciones ecológica y digital, mejorando así la competitividad de la economía europea. Está en la línea de artículos anteriores del Boletín Económico que se han centrado en la dimensión exterior y en las posibles implicaciones que las perturbaciones energéticas y la inversión empresarial podrían tener para la competitividad europea⁵. El crecimiento sostenible a largo plazo y la competitividad y resiliencia económicas se sustentan en marcos institucionales apropiados y en infraestructuras físicas de calidad que los complementen. Alcanzar un crecimiento económico sostenible y mantener una ventaja competitiva, al tiempo que se avanza en la transición ecológica, depende de factores clave como el crecimiento de la productividad, el dinamismo empresarial (referido, en general, al ritmo al que las empresas entran en el mercado, crecen y salen de él), la inversión, la innovación y la difusión de las tecnologías digitales. El entorno macroeconómico y geopolítico, incluidos los factores demográficos y las relaciones comerciales, influye también en las instituciones y las infraestructuras, y enmarca la formulación de prioridades y opciones de política de manera más amplia.

En el resto del artículo se desarrolla con más detalle el papel de las principales instituciones a la hora de asegurar la competitividad en el entorno macroeconómico y geopolítico actual. En la siguiente sección se analizan brevemente distintas medidas de la brecha de productividad en Europa, comparándola con la de las principales economías mundiales, y poniéndola en relación con deficiencias en el dinamismo empresarial, la inversión, la innovación y la difusión de las tecnologías digitales. En la sección 3 se examina con detalle el papel que desempeñan las instituciones en el marco general en el que las empresas europeas operan, crecen e innovan, y se señalan los aspectos que es necesario reformar. El recuadro 1 se centra específicamente en las infraestructuras físicas y redes complementarias. La sección 4 concluye sumándose al llamamiento para la aplicación de políticas y reformas estructurales urgentes y concretas, con el fin de mejorar la competitividad y la resiliencia de Europa.

Conclusiones

Europa se enfrenta a retos críticos a la hora de impulsar la productividad, la inversión y la innovación y, por tanto, su competitividad y resiliencia. Los retos tradicionales relacionados con el bajo crecimiento de la productividad, la elevada carga regulatoria y los factores demográficos adversos se han visto agravados por las tensiones geopolíticas, la fragmentación del comercio y la perspectiva de precios energéticos persistentemente altos. Para abordar estos retos son necesarias reformas estructurales integrales, dirigidas a aumentar la eficiencia regulatoria, a reforzar la gobernanza y la capacidad administrativa, a mejorar la calidad de la

⁵ Véanse el artículo titulado «*Past and future challenges for the external competitiveness of the euro area*», Boletín Económico, número 6, BCE, 2024, y el artículo titulado «*Energy shocks, corporate investment and potential implications for future EU competitiveness*», Boletín Económico, número 8, BCE, 2024.

educación y el ajuste entre la demanda y la oferta de cualificaciones, así como a modernizar las infraestructuras. La población está disminuyendo y nuestras sociedades están envejeciendo, de modo que para mantener la fuerza de trabajo será preciso incrementar las tasas de actividad, especialmente entre las mujeres y las personas de más edad, así como aplicar políticas de inmigración bien diseñadas que permitan hacer frente a la escasez de mano de obra y apoyar el crecimiento a largo plazo.

Las propuestas de Mario Draghi para aumentar la competitividad europea y las propuestas de Enrico Letta para fortalecer el mercado único ponen de relieve la necesidad de emprender acciones coordinadas a nivel nacional, respaldadas por más acciones a nivel europeo —más Europa— en los ámbitos donde estas añadan más valor⁶. Las políticas nacionales deben dar prioridad a impulsar el crecimiento de la productividad mediante medidas que promuevan el dinamismo empresarial, la adopción de tecnologías, la financiación de la inversión privada y las innovaciones punteras, y que hagan frente a la escasez de mano de obra y al desajuste entre la demanda y la oferta de cualificaciones. La necesaria reorientación de las políticas a escala de la UE se vería facilitada por la coordinación basada en las prioridades acordadas para la Unión. Además, la acción a nivel de la UE es necesaria para proporcionar bienes públicos esenciales, incluida una energía asequible y más verde, una investigación de vanguardia e infraestructuras digitales para la difusión más amplia de tecnologías avanzadas, y especialmente de la inteligencia artificial. «Más Europa donde es necesaria» también requiere profundizar en el mercado único y reforzar la compartición transfronteriza de riesgos a través de los mercados.

Este artículo se suma al llamamiento para llevar a cabo reformas estructurales urgentes y concretas en Europa. La interacción entre las instituciones, las infraestructuras y la competitividad subraya la necesidad de adoptar políticas transformadoras. Solventar las barreras estructurales, incluidas las infraestructuras físicas y digitales inadecuadas y el desajuste entre la demanda y la oferta de cualificaciones, al tiempo que se amplía el acceso a la financiación, mejoraría el potencial de crecimiento. Las reformas estructurales facilitarían también la transmisión fluida de la política monetaria a la economía de la zona del euro en su conjunto y, por consiguiente, contribuirían al mantenimiento de la estabilidad de precios en la zona⁷. A la vez, estas reformas y políticas deben configurarse con vistas a apoyar las transiciones ecológica y digital y a asegurar la resiliencia económica y social frente a las tensiones geopolíticas y las posibles perturbaciones futuras. Para que las reformas tengan éxito, es fundamental mejorar su aceptabilidad social y garantizar una regulación equilibrada⁸. En resumen, las políticas deben diseñarse cuidadosamente, logrando un equilibrio entre regulación y flexibilidad. Esto debería asegurar la protección del interés público sin que la

⁶ M. Draghi y E. Letta, *op. cit.*

⁷ K. Masuch, W. Modery, R. Setzer y N. Zorell, «[The euro area needs better structural policies to support income, employment and fairness](#)», *The ECB Blog*, BCE, 11 de octubre de 2023.

⁸ Fondo Monetario Internacional, «[Policy Pivot, Rising Threats. Chapter 3: Understanding the social acceptability of structural reforms](#)», *World Economic Outlook*, octubre de 2024.

innovación y la inversión se vean comprometidas y, por tanto, debería contribuir a la mejora sostenible de la productividad y del nivel de vida general en Europa.

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

2

La evolución de los salarios durante y después del período de inflación elevada

Colm Bates, Katalin Bodnár, Peter Healy y Marc Roca I Llevadot

Introducción

Los salarios son fundamentales para el análisis de la inflación y, por tanto, para la política monetaria. La inflación determina la evolución de los salarios, y viceversa. Los salarios representan costes de producción para las empresas. A su vez, los salarios ajustados por la productividad influyen en las decisiones de fijación de precios de las empresas y, por consiguiente, en las presiones inflacionistas, mientras que los trabajadores basan sus reivindicaciones salariales en la inflación actual y en la pasada, y en las expectativas de inflación. Además, los salarios constituyen una parte significativa de la renta de los hogares y, en consecuencia, afectan a sus decisiones de consumo y ahorro.

En la pasada década se han producido cambios significativos en las condiciones para el crecimiento de los salarios, tanto en lo que respecta a las presiones inflacionistas como a la situación del mercado de trabajo. El período comprendido entre 2013 y 2017 se caracterizó por una holgura considerable —aunque decreciente— en el mercado laboral, por unos niveles bajos de inflación y por el débil crecimiento de la productividad. Estos factores, unidos a otros de carácter estructural, contuvieron el avance de los salarios. Si bien la inflación comenzó a repuntar gradualmente a partir de 2018 y el tensionamiento del mercado de trabajo fue en aumento, el crecimiento salarial continuó siendo reducido¹. Durante la pandemia, la inflación general se mantuvo moderada, al igual que la dinámica salarial subyacente, mientras que tanto la tasa de paro como los salarios se vieron afectados por las medidas públicas adoptadas para amortiguar el impacto económico de la perturbación generada por la crisis pandémica². A raíz de la reapertura de la economía tras la pandemia y de la invasión injustificada de Ucrania por parte de Rusia, en la zona del euro la inflación se incrementó hasta alcanzar niveles históricamente altos, lo que, combinado con un mercado de trabajo tensionado, se tradujo en un crecimiento de los salarios elevado en términos históricos. La inflación general empezó a disminuir de forma notable en 2023, al tiempo que también se han observado señales de debilitamiento de la demanda de mano de obra y el avance de los salarios se ha ido moderando gradualmente desde cotas elevadas³.

¹ Véase C. Nickel, E. Bobeica, G. Koester, E. Lis y M. Porqueddu (eds.), «[Understanding low wage growth in the euro area and European countries](#)», *Occasional Paper Series*, n.º 232, BCE, septiembre de 2019.

² Véase el artículo titulado «[Wage developments and their determinants since the start of the pandemic](#)», *Boletín Económico*, número 8, BCE, 2022.

³ Véase el artículo titulado «[Explaining the resilience of the euro area labour market between 2022 and 2024](#)», *Boletín Económico*, número 8, BCE, 2024.

Estos cambios en el entorno macroeconómico plantean dificultades a la hora de valorar la importancia relativa de los determinantes de los salarios. Aunque se pueden extraer lecciones del período de baja inflación, el panorama económico cambiante y las distorsiones en los datos durante la pandemia hacen necesario reconsiderar las herramientas estándar y ampliar las fuentes de datos utilizadas para analizar el crecimiento de los salarios. En este contexto, en este artículo se examinan los determinantes del crecimiento salarial en el período extraordinario posterior a la pandemia (2022-2024) a través de una curva de Phillips de salarios ampliada y del análisis de nuevos datos granulares sobre convenios colectivos. También se explica el vínculo entre el crecimiento de los salarios y la inflación aplicando el modelo Bernanke-Blanchard a la zona del euro⁴.

Conclusiones

A medida que las perturbaciones extraordinarias de los últimos años van disipándose lentamente, el crecimiento salarial se va moderando de forma paulatina. El crecimiento de los salarios es un factor relevante de las perspectivas de inflación, y entender sus determinantes es fundamental. El enfoque de la curva de Phillips de salarios ampliada apunta a que la recuperación de los salarios reales ha sido el factor que más ha influido en el elevado crecimiento salarial observado recientemente, que se ha visto favorecido por las tensiones registradas en los mercados de trabajo. En cambio, el avance de la productividad ha jugado un papel insignificante. El impacto inflacionista estimado refleja la evolución de la inflación pasada y capta —aunque de manera imperfecta— el proceso de recuperación de los salarios reales. El efecto de este factor se está disipando lentamente, como también confirman los datos granulares del indicador del BCE de seguimiento de los salarios. Ello facilita la moderación del crecimiento salarial, que se ve respaldada adicionalmente por la disminución de la demanda de mano de obra. Al mismo tiempo, el canal salarial está siendo fundamental para explicar la evolución de la inflación, por lo que sigue siendo importante realizar un seguimiento de la evolución de los salarios.

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

⁴ Véase Ó. Arce, M. Ciccarelli, A. Kornprobst y C. Montes-Galdón, «[What caused the euro area post-pandemic inflation?](#)», *Occasional Paper Series*, n.º 343, BCE, febrero de 2024.

3 Necesidades de inversiones verdes en la UE y su financiación

Malin Andersson, Petra Köhler-Ulbrich y Carolin Nerlich¹

Introducción

La transición ecológica hacia una economía climáticamente neutra es un reto clave para la UE y requiere unas inversiones sustanciales hasta 2030 y posteriormente. Las catástrofes relacionadas con el clima están aumentando en frecuencia y gravedad en Europa y en otros lugares, lo que apunta a unas necesidades de inversión considerables para descarbonizar rápidamente la economía y adaptar la UE a un clima cambiante. Las estimaciones de los fondos adicionales que deberían destinarse a gastos de capital y a inversiones en bienes de consumo duradero con bajas emisiones de carbono cada año hasta el final de esta década oscilan entre el 2,7 % y el 3,7 % del PIB de la UE de 2023. Retrasar la descarbonización, sobre todo a escala mundial, elevaría aún más los costes de transición y adaptación. Al mismo tiempo, la transición hacia una economía baja en carbono impulsada por la inversión implicará un cambio estructural de amplio alcance, que previsiblemente afectará al crecimiento y a los precios, así como al sector financiero. Por todos estos motivos, el BCE está realizando un atento seguimiento de la evolución de la situación, como se explica en este artículo².

La transición ecológica requerirá volúmenes sustanciales de fondos. Para alcanzar los objetivos anteriores, la contribución del sector privado a la financiación de las inversiones verdes será fundamental, más aún teniendo en cuenta las restricciones a las que actualmente están sujetas las finanzas públicas. Si bien se espera que la financiación bancaria contribuya de forma crucial a la transición ecológica, los mercados de capitales en Europa tendrán que expandirse e integrarse más plenamente para apoyar mejor la innovación verde y las start-ups. El sector público puede desempeñar un papel importante para fomentar la inversión privada en la transición ecológica reduciendo los costes de financiación de los prestatarios y el riesgo derivado de las actividades de inversión verde, aunque dentro de los límites del espacio fiscal disponible.

La combinación de reformas estructurales y buenas condiciones de negocio es fundamental para impulsar la transición ecológica. Entre los obstáculos a la transición ecológica se encuentran la disponibilidad limitada de personal cualificado en tecnologías limpias y sostenibles, los retos asociados a la creación de empresas verdes y la incertidumbre sobre las estrategias climáticas futuras. Las políticas

¹ Artículo elaborado en colaboración con Laurent Abraham, Krzysztof Bańkowski, Tina Emambakhsh, Annalisa Ferrando, Charlotte Gryner, Johannes Groß, Lucia Hoendervangers, Vasileios Kostakis, Daphne Momferatou, Carlo Pasqua, Matthias Rau-Goehring, Erzsebet-Judit Rariga, Desislava Rusinova, Ralph Setzer, Martina Spaggiari, Fabio Tamburini, Josep Maria Vendrell Simon y Francesca Vinci.

² El tema de la «inversión verde y su financiación» se identificó como una de las principales áreas de actuación en el [plan sobre clima y naturaleza 2024-2025 del BCE](#), publicado en enero de 2024.

públicas deberían estar dirigidas a eliminar las rigideces estructurales, mejorar la eficiencia reguladora y administrativa, y promover la innovación verde. Las reformas estructurales pueden incentivar a las empresas, los hogares y los inversores a intensificar sus inversiones verdes.

Con este trasfondo, en este artículo se analizan las necesidades de inversiones verdes en la UE y las formas de financiarlas. En la sección 2 se examinan diversas estimaciones de dichas necesidades elaboradas por varias instituciones. En la sección 3 se analiza el papel del sector privado, especialmente de los bancos, en la financiación de la transición ecológica, así como el rol del sector público en el respaldo de las inversiones verdes. En la sección 4 se estudian los principales obstáculos a la transición ecológica y las opciones de política para abordarlos. Por último, en la sección 5 se presentan las conclusiones³.

Conclusiones

En este artículo se analizan las necesidades de inversiones verdes en la UE hasta 2030, la forma de financiarlas y las opciones de política que favorecerían la transición ecológica. Un mensaje clave es que la inversión verde necesaria en la UE, además de la ya realizada, es sustancial y se cifra en hasta el 3,7 % del PIB de 2023 al año. Asimismo, las entidades de crédito —que desempeñan un papel fundamental en la financiación de la economía de la zona del euro— han empezado a incorporar los riesgos climáticos en su actividad crediticia. En cambio, la financiación verde a través de los mercados financieros —que abarca desde los bonos verdes hasta el capital riesgo— está aumentando, pero todavía se mantiene en un nivel reducido. El sector público puede realizar una importante contribución trayendo inversión privada y movilizando financiación privada adicional para las inversiones verdes. Se espera, no obstante, que a partir de 2027 se genere una brecha sustancial de financiación pública verde como consecuencia de la finalización del Mecanismo de Recuperación y Resiliencia (MRR). Además, las políticas estructurales son esenciales para respaldar las inversiones verdes y la innovación en tecnologías verdes, mientras que la escasez de conocimientos y habilidades «verdes» y la elevada carga regulatoria se consideran obstáculos. Por último, financiar las enormes necesidades de este tipo de inversiones representará un reto, en parte debido a los déficits que ya se han registrado y a la previsible brecha de financiación pública verde cuando finalice el MRR. Se considera crucial seguir avanzando hacia una mayor integración de los mercados de capitales europeos para movilizar otras fuentes de financiación privadas adicionales a los préstamos bancarios.

Más allá del horizonte de transición ecológica de 2030, las estimaciones disponibles señalan unas necesidades de inversión todavía más elevadas para

³ Pueden consultarse más detalles en C. Nerlich, P. Köhler-Ulbrich y M. Andersson *et al.*, «Investing in Europe's green future – Green investment needs, outlook and obstacles for funding the gap», *Occasional Paper Series*, n.º 367, BCE, enero de 2024.

alcanzar el objetivo de neutralidad de carbono⁴. Aunque las estimaciones de las necesidades de inversión con posterioridad a esta década llevan asociadas una incertidumbre aún mayor que las presentadas en este artículo, apuntan a la necesidad de acelerar en mayor medida las actividades de inversión verde tanto a escala nacional como de la UE. Además, las inversiones de adaptación podrían ser considerables, en particular si la prevalencia de los efectos del cambio climático aumenta.

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

⁴ Véase Comisión Europea, «[Asegurar nuestro futuro – el objetivo climático de Europa para 2040 y su camino hacia la neutralidad climática de aquí a 2050 mediante la construcción de una sociedad sostenible, justa y próspera](#)», *Documento de trabajo de los servicios de la Comisión*, SWD 63 final, febrero de 2024.

© Banco Central Europeo, 2025

Apartado de correos: 60640 Frankfurt am Main, Alemania
Teléfono: +49 69 1344 0
Sitio web: www.ecb.europa.eu

Todos los derechos reservados. Se permite la reproducción para fines docentes o sin ánimo de lucro, siempre que se cite la fuente.

La traducción y publicación en español de este Boletín corren a cargo del Banco de España. En caso de discrepancia, prevalece la versión original en inglés.

La terminología específica puede consultarse en el [glosario del BCE](#) (disponible solo en inglés).

La recepción de información estadística para elaborar este Boletín se cerró el 29 de enero de 2025.

PDF ISSN 2363-3492 (edición electrónica), QB-01-25-044-ES-N (edición electrónica)