

# Información actualizada sobre la evolución económica y monetaria

## Resumen

Tras varios trimestres de crecimiento mayor de lo esperado, los datos disponibles desde la reunión del Consejo de Gobierno de principios de marzo sugieren cierta moderación, aunque siguen siendo compatibles con una expansión sólida y generalizada de la economía de la zona del euro<sup>1</sup>. Los riesgos para las perspectivas de crecimiento de la zona se mantienen, en general, equilibrados, pero los riesgos relacionados con factores globales, como la amenaza de un aumento del proteccionismo, son ahora más relevantes. En conjunto, la fortaleza subyacente de la economía continúa respaldando la confianza del Consejo de Gobierno en que la inflación convergerá hacia su objetivo, es decir, un nivel inferior, aunque próximo, al 2 % a medio plazo. Al mismo tiempo, los indicadores de la inflación subyacente siguen siendo moderados y no muestran aún signos convincentes de una tendencia al alza sostenida. En este contexto, el Consejo de Gobierno continuará vigilando la evolución del tipo de cambio y de otras condiciones financieras en relación con sus posibles implicaciones para las perspectivas de inflación. En conjunto, todavía se necesita un amplio grado de estímulo monetario para que las presiones sobre la inflación subyacente sigan creciendo y apuntalen la evolución de la inflación general a medio plazo.

A escala global, los indicadores de opinión siguen siendo acordes, en general, con una expansión económica sostenida. Sin embargo, los anuncios de aranceles realizados en las últimas semanas representan un riesgo para el dinamismo internacional. Los indicadores de comercio mundial son heterogéneos, pero, en conjunto, apuntan a una ligera desaceleración a principios del año. Además, los riesgos geopolíticos han provocado un repunte de los precios del petróleo.

Los rendimientos de la deuda soberana de la zona del euro han disminuido y los diferenciales soberanos se han reducido, reflejando estos últimos una mejora de los fundamentos macroeconómicos de cada país como consecuencia de la actual expansión económica. Asimismo, los precios de las acciones de la zona del euro se han incrementado pese a algunos episodios de aumento de la volatilidad. En los mercados de divisas, el euro se ha mantenido prácticamente sin variación en términos efectivos nominales.

El análisis basado en los datos económicos y en los resultados de las encuestas más recientes indica una ligera moderación del ritmo de crecimiento desde principios del año. En parte, esta moderación puede obedecer a un retroceso de la elevada tasa de avance observada al final del año pasado, así como a posibles factores temporales. No obstante, en general, se espera que el crecimiento siga

---

<sup>1</sup> Según la información disponible en el momento de la reunión del Consejo de Gobierno del 26 de abril de 2018.

siendo sólido y generalizado. El consumo privado se sustenta en la mejora continua del empleo (que, a su vez, se debe en cierta medida a las reformas acometidas anteriormente en los mercados de trabajo) y en el aumento de la riqueza de los hogares. La inversión empresarial continúa creciendo gracias a unas condiciones de financiación muy favorables, al incremento de la rentabilidad de las empresas y a la solidez de la demanda. La inversión en vivienda sigue mejorando. Asimismo, la expansión generalizada a nivel mundial está impulsando las exportaciones de la zona del euro.

La inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro aumentó hasta el 1,3 % en marzo de 2018, frente al 1,1 % registrado en febrero, debido principalmente a la aceleración del ritmo de variación de los precios de los alimentos. Más adelante, teniendo en cuenta los precios actuales de los futuros sobre el petróleo, es probable que las tasas de inflación interanual fluctúen en torno al 1,5 % durante el resto del año. Los indicadores de la inflación subyacente se mantienen contenidos, en general, pero se espera que aumenten de forma gradual a medio plazo, respaldados por las medidas de política monetaria del BCE, por la continuación de la expansión económica, por la correspondiente absorción de la capacidad ociosa de la economía y por el mayor crecimiento de los salarios.

El análisis monetario muestra que el agregado monetario amplio (M3) siguió avanzando a un ritmo sólido, apenas ligeramente por debajo del estrecho intervalo observado desde mediados de 2015. M3 creció a una tasa interanual del 4,2 % en febrero, reflejando el impacto de las medidas de política monetaria del BCE y el bajo coste de oportunidad de mantener los depósitos más líquidos. En consecuencia, el agregado monetario estrecho (M1), que continuó registrando una robusta tasa de expansión interanual, volvió a ser el factor que más contribuyó al crecimiento del agregado monetario amplio. También prosigue la recuperación del crecimiento de los préstamos al sector privado observada desde principios de 2014. La encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro correspondiente al primer trimestre de 2018 indica que el crecimiento de los préstamos sigue estando respaldado por el incremento de la demanda en todas las categorías de préstamos y por una relajación adicional de las condiciones generales del crédito bancario.

Teniendo en cuenta los resultados del análisis económico y las señales procedentes del análisis monetario, el Consejo de Gobierno confirmó la necesidad de un amplio grado de acomodación monetaria para asegurar un retorno sostenido de las tasas de inflación a niveles inferiores, aunque próximos, al 2 % a medio plazo. Este apoyo monetario continuado procede de las compras netas de activos, del considerable volumen de activos adquiridos y sus actuales y próximas reinversiones, y de las indicaciones sobre la evolución futura de los tipos de interés.

Así pues, el Consejo de Gobierno decidió mantener sin variación los tipos de interés oficiales del BCE y sigue esperando que permanezcan en los niveles actuales durante un período prolongado, que superará con creces el horizonte de las compras netas de activos. En relación con las medidas de política monetaria no convencionales, el Consejo de Gobierno confirmó que está previsto que las compras netas de activos continúen al ritmo actual de 30 mm de euros mensuales hasta el final de septiembre de 2018 o hasta una fecha posterior si fuera necesario y, en todo

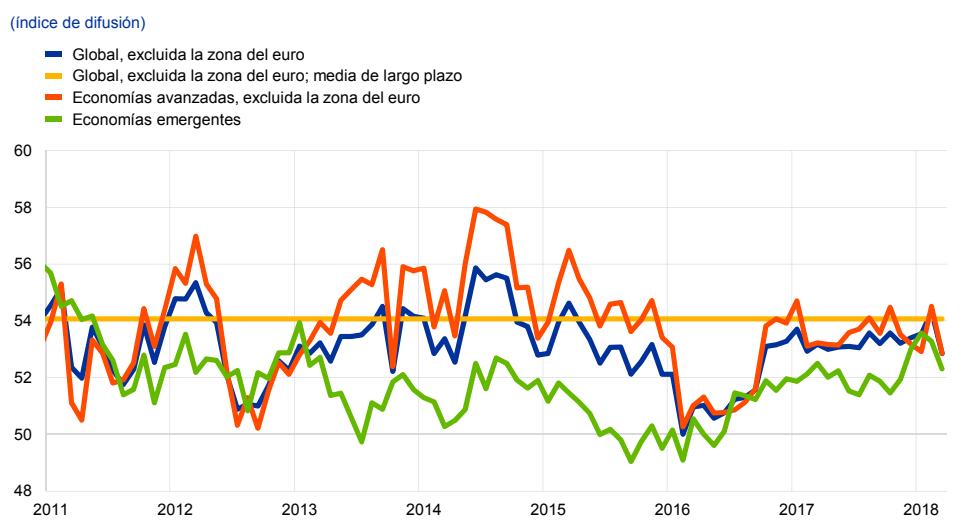
caso, hasta que el Consejo de Gobierno observe un ajuste sostenido de la senda de inflación que sea compatible con su objetivo de inflación. Por último, el Consejo de Gobierno reiteró que el Eurosystema seguirá reinvertiendo el principal de los valores adquiridos en el marco del programa de compra de activos según vayan venciendo durante un período prolongado una vez finalizadas las compras netas de activos y, en todo caso, durante el tiempo que sea necesario.

## Entorno exterior

**A escala global, los indicadores de opinión siguen siendo acordes con una expansión sostenida de la actividad en el primer trimestre de 2018.** El índice de directores de compras (PMI) compuesto global de producción, excluida la zona del euro, retrocedió en marzo (véase gráfico 1), tras descender en los sectores de manufacturas y de servicios. En términos intertrimestrales, en el primer trimestre de 2018 el PMI se mantuvo ligeramente por encima del nivel registrado en el segundo semestre de 2017, lo que indica que el entorno exterior continuó siendo propicio para la zona del euro. El PMI prácticamente no varió en Estados Unidos durante el primer trimestre, mientras que disminuyó en el Reino Unido y, en menor medida, en Japón, como consecuencia de los valores más bajos registrados en marzo. En las economías emergentes, el PMI trimestral repuntó en Brasil y en China, pero se redujo en India y en Rusia.

**Gráfico 1**

Índice PMI compuesto global de producción



Fuentes: Haver Analytics, Markit y cálculos del BCE.

Notas: Las últimas observaciones corresponden a marzo de 2018. La «media de largo plazo» se refiere al período comprendido entre enero de 1999 y marzo de 2018.

**Los incrementos de aranceles anunciados recientemente por Estados Unidos representan un riesgo para el dinamismo global.** A finales de marzo, el presidente Trump firmó una orden para imponer aranceles al acero y al aluminio, con el fin de proteger a la industria nacional de la competencia exterior. Asimismo, la Administración de este país anunció aumentos de los aranceles aplicados a productos chinos por valor de 50 mm de dólares estadounidenses. China ha respondido con la promesa de subir los aranceles a las importaciones de Estados Unidos por un importe similar. Si se consideran de forma aislada, se espera que las medidas anunciadas hasta ahora solo tengan un efecto macroeconómico muy limitado, pero es obvio que los riesgos asociados a un auge del proteccionismo han aumentado. Las expectativas de una escalada de las disputas afectarían a las decisiones de inversión, lo que, a su vez, posiblemente incidiría de forma más

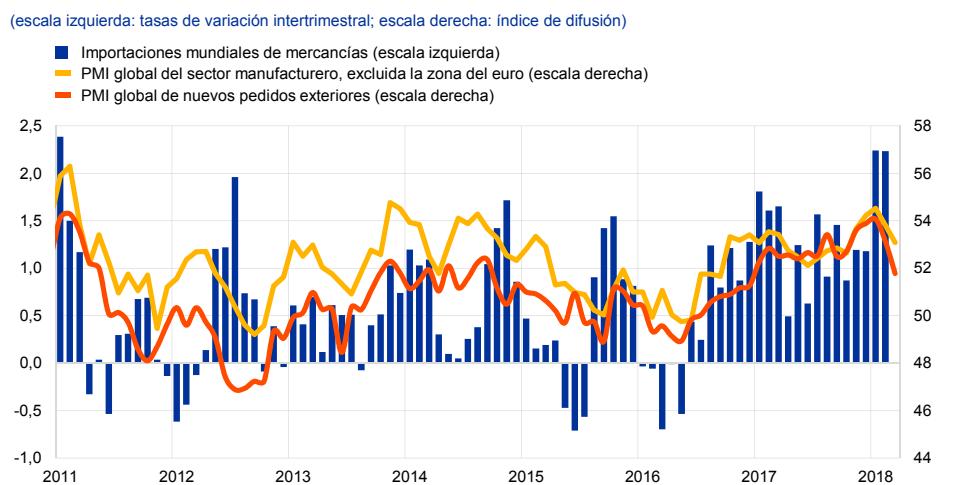
acusada en la actividad mundial. En el recuadro 1 se analizan con detalle las consecuencias del aumento de las tensiones comerciales para la economía mundial.

**Las condiciones financieras globales continúan respaldando las perspectivas mundiales, favorecidas por unas políticas monetarias todavía acomodaticias.** Pese a la volatilidad observada recientemente, los mercados internacionales de renta variable mantienen su dinamismo. La curva de futuros sobre fondos federales se desplazó al alza después de la subida de tipos de interés acordada en la reunión de marzo del Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal. Los mercados siguen anticipando un endurecimiento gradual, descontando tres nuevos incrementos de los tipos en 2018. Las expectativas de los mercados también sugieren un aumento de los tipos de interés en el Reino Unido en los próximos meses, tras la dureza del tono del informe de inflación de febrero del Banco de Inglaterra. En cambio, el Banco de Japón ha continuado aplicando una orientación muy acomodaticia y ha mantenido los rendimientos a diez años próximos a cero en línea con su programa para controlar la pendiente de la curva de rendimientos. Las condiciones financieras de las economías emergentes también siguen siendo acomodaticias, ya que durante el año pasado se beneficiaron de una mejora sostenida de las entradas de capital. Los diferenciales de los valores de renta fija aumentaron después de que la Administración estadounidense anunciasse la imposición de aranceles, pero permanecen en niveles históricamente reducidos. Al mismo tiempo, las condiciones continúan mejorando en los grandes países exportadores de materias primas, y tanto Brasil como Rusia volvieron a reducir sus tipos de interés oficiales en marzo, dado que las presiones inflacionistas se mantienen contenidas. China, sin embargo, sigue endureciendo las condiciones financieras internas para abordar los riesgos del sistema financiero y en marzo subió nuevamente los tipos de interés de las operaciones de mercado abierto.

**Los indicadores de comercio mundial han sido heterogéneos, pero, en conjunto, apuntan a una ligera desaceleración a principios del año.** Si bien las importaciones de mercancías en términos reales aumentaron un 2,2 % en febrero de 2018 (en tasa intertrimestral) —sin cambios con respecto al mes anterior— como consecuencia de los acusados aumentos observados en los países asiáticos, indicadores de comercio como el PMI de nuevos pedidos exteriores cayeron durante el primer trimestre (véase gráfico 2). Un indicador más amplio, basado en un componente principal de los indicadores adelantados de comercio mundial, también señala cierta moderación en el primer trimestre de 2018, en comparación con el trimestre precedente.

## Gráfico 2

### Comercio mundial y encuestas



Fuentes: Markit, CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a febrero de 2018 para las importaciones mundiales de mercancías y a marzo de 2018 para los PMI.

**La inflación mundial se mantuvo estable en febrero.** En los países de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), la inflación interanual de los precios de consumo se situó en el 2,2 % en febrero, básicamente en consonancia con la media registrada en el segundo semestre de 2017. Si se excluyen los precios de la energía y los alimentos, la inflación interanual en la OCDE aumentó marginalmente hasta situarse en el 1,9 %. De cara al futuro, se prevé un incremento de la inflación a corto plazo tras el reciente repunte de los precios del petróleo. Posteriormente, también se espera que la lenta disminución de la capacidad productiva sin utilizar a escala global sostenga la inflación subyacente.

**Los precios del petróleo repuntaron a mediados de marzo debido a la intensificación de los riesgos geopolíticos.** A mediados de abril, los precios del Brent habían aumentado hasta situarse por encima de 73 dólares estadounidenses, un nivel observado por última vez a finales de noviembre de 2014. Los precios del petróleo se sustentan en el recrudecimiento de las tensiones geopolíticas en torno a la relación entre Estados Unidos e Irán, así como en las expectativas de que los países pertenecientes y no pertenecientes a la OPEP (Organización de Países Exportadores de Petróleo) prorroguen los recortes de la producción, aunque el descenso de la producción registrado en marzo como resultado de esos recortes fue compensado en parte por un repunte de la producción en Estados Unidos. El reajuste del mercado que persiguen los recortes casi se ha completado, dado que las existencias han vuelto prácticamente a su media de los últimos cinco años, el punto de referencia en el que se basan los recortes de producción acordados por la OPEP y otros productores no pertenecientes a esta organización. La demanda de crudo sigue siendo fuerte, en consonancia con el ciclo económico mundial. Los precios de las materias primas no energéticas han descendido alrededor de un 0,8 % en dólares estadounidenses desde principios de marzo. Este descenso ha obedecido, en gran medida, a la caída del precio del mineral de hierro, como consecuencia de la moderación de las importaciones de metales de China, y, en

menor grado, a la disminución de los precios de los alimentos derivada de la abundante oferta. El aluminio, sin embargo, alcanzó su precio más alto en siete años a raíz de la preocupación por las medidas proteccionistas aplicadas en Estados Unidos y la parada de la producción en Brasil debido a un accidente medioambiental.

**Las perspectivas para la actividad económica en Estados Unidos siguen siendo sólidas.** El PIB real avanzó a una tasa anualizada del 2,9 % en el cuarto trimestre de 2017. Pese a que la actividad experimentó una ligera desaceleración con respecto al trimestre anterior, el gasto en consumo y la inversión empresarial aumentaron con fuerza, aunque este incremento se vio parcialmente contrarrestado por la contribución negativa de las existencias y de la demanda exterior neta. En el futuro, la importante expansión fiscal, la solidez de las condiciones del mercado de trabajo y la vigorosa demanda externa deberían continuar respaldando las perspectivas. En particular, en el primer trimestre del año siguieron registrándose tensiones en el mercado laboral, con una tasa de desempleo que se mantuvo sin cambios en el 4,1 % en marzo, una tasa de actividad que aumentó hasta situarse en el 63 % y un crecimiento interanual del salario medio por hora que se situó en el 2,7 %. En marzo, la inflación interanual medida por el índice de precios de consumo (IPC) se incrementó hasta el 2,4 %, mientras que la inflación, excluidos la energía y los alimentos, avanzó hasta situarse en el 2,1 %. Los efectos de comparación derivados de una reducción considerable de los precios de los servicios de telefonía móvil el año pasado impulsaron notablemente al alza las cifras anuales.

**El crecimiento económico se moderó en Japón en un entorno de reducidas presiones salariales e inflacionistas.** El PIB real creció un 0,4 %, en tasa intertrimestral, en el cuarto trimestre de 2017, respaldado principalmente por la demanda interna. Sin embargo, la contracción de la producción industrial y la desaceleración de la demanda exterior neta, junto con factores transitorios tales como unas condiciones meteorológicas desfavorables, apuntan a una ralentización del ritmo de la actividad económica en el primer trimestre de 2018. En el mercado de trabajo persisten las tensiones, a pesar de que recientemente se ha observado cierta disminución en los indicadores. No obstante, los salarios nominales totales continuaron aumentando con moderación. La inflación interanual medida por el IPC se redujo hasta el 1,1 % en febrero. Al mismo tiempo, el avance interanual del IPC, excluidos los alimentos frescos y la energía, el indicador de la inflación subyacente más utilizado por el Banco de Japón, se mantuvo estable en el 0,5 %.

**En el Reino Unido, el crecimiento del PIB se ralentizó ligeramente durante 2017, debido en gran medida a la debilidad del consumo privado, ya que la inflación aumentó con fuerza.** En el último trimestre de 2017, el PIB real se incrementó un 0,4 %, en tasa intertrimestral, y se desaceleró con respecto al trimestre anterior. El consumo se vio especialmente afectado, ya que el gasto de los hogares fue limitado en un entorno de subidas de los precios y de bajo crecimiento de los salarios. Indicadores recientes sugieren que es probable que, durante los próximos trimestres, el PIB se mantenga en tasas de crecimiento más moderadas que las observadas antes del referéndum sobre la pertenencia a la Unión Europea (UE). Esta evolución está en consonancia con un entorno de mayor incertidumbre,

en particular en lo que respecta al resultado de las negociaciones con la UE sobre la salida del país en marzo de 2019. Al mismo tiempo, la inflación creció con fuerza en 2017 y en el último trimestre alcanzó un máximo del 3 %, principalmente como resultado de la transmisión de la fuerte depreciación de la libra esterlina a los precios tras el referéndum. Las últimas señales indican que la inflación ha registrado un máximo y que la inflación interanual medida por el IPC cayó hasta situarse en el 2,7 % en el primer trimestre de 2018, después de descender de forma acusada en marzo.

**El crecimiento de la economía china sigue siendo vigoroso.** En el primer trimestre de 2018, el PIB real aumentó un 6,8 %, en tasa interanual, sin variación con respecto al trimestre precedente. El crecimiento estuvo impulsado por el consumo y la inversión, mientras que la contribución de la demanda exterior neta pasó a ser negativa. Con todo, en general, el dinamismo fue menor en el primer trimestre de 2018 que en el último trimestre de 2017, en consonancia con el patrón de débiles resultados observado en China en el primer trimestre de los últimos años. La inflación interanual medida por el IPC se redujo hasta situarse en el 2,1 % en marzo, desde el 2,9 % de febrero, ya que los precios de los alimentos y de los bienes no alimenticios disminuyeron tras las celebraciones del Año Nuevo chino. La inflación, excluidos la energía y los alimentos, también se desaceleró hasta situarse en el 2 % en marzo, frente al 2,5 % del mes anterior. Al mismo tiempo, la inflación interanual de los precios de producción cayó hasta el 3,1 % en marzo, dado que las subidas de los precios de las materias primas y de la energía siguieron ralentizándose.

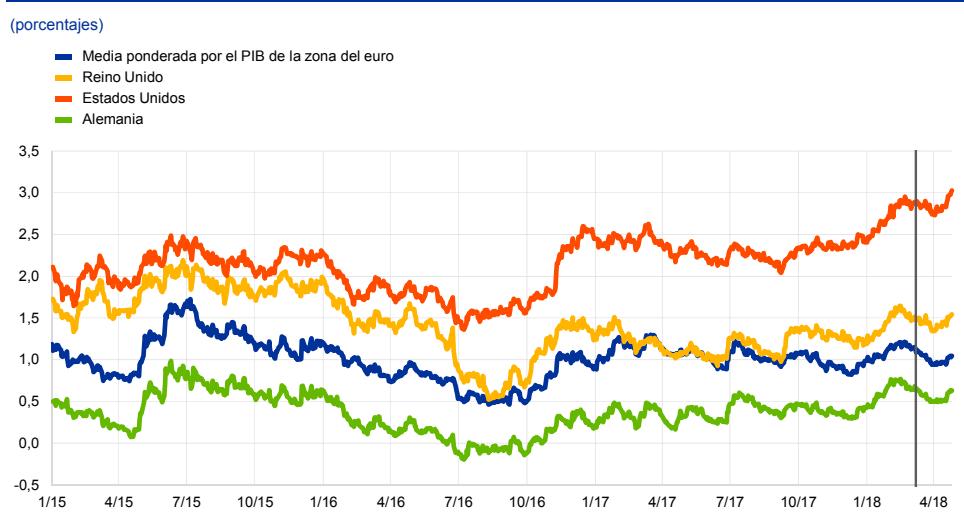
## 2

## Evolución financiera

**Los rendimientos de la deuda pública de la zona del euro han disminuido desde principios de marzo (véase gráfico 3).** En el período de referencia (del 8 de marzo al 25 de abril de 2018), el rendimiento de la deuda soberana a diez años de la zona del euro ponderado por el PIB se redujo 6 puntos básicos, hasta situarse en el 1,03 %. Pese a haber registrado un descenso transitorio, el rendimiento de los bonos alemanes a diez años actualmente se mantiene sin cambios en el 0,63 %. Las caídas que inicialmente experimentaron los tipos soberanos de la zona del euro reflejaron una moderación de los datos macroeconómicos de la zona con respecto a unas expectativas relativamente elevadas, y también algunos efectos de contagio globales derivados de la intensificación de las disputas comerciales y de las tensiones geopolíticas. En cambio, los diferenciales de rendimiento de la deuda soberana de Portugal, Italia y España continuaron su trayectoria descendente frente al tipo de interés de los bonos alemanes a diez años, en un entorno de mejora de los fundamentos macroeconómicos de estos países como consecuencia de la actual expansión económica. En el Reino Unido y en Estados Unidos, los diferenciales de la deuda soberana se incrementaron y se situaron en el 1,54 % y el 3,03 %, respectivamente.

**Gráfico 3**

Rendimientos de la deuda soberana a diez años



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

Notas: Datos diarios. La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (8 de marzo de 2018). La última observación corresponde al 25 de abril de 2018.

**Los diferenciales de los valores de renta fija emitidos por las sociedades no financieras aumentaron ligeramente durante el período considerado.** Desde principios de marzo, el diferencial de los valores de renta fija con calificación de grado de inversión de las sociedades no financieras con respecto al tipo libre de riesgo experimentó un leve incremento, de 10 puntos básicos, hasta situarse en 44 puntos básicos. Los diferenciales de la deuda con calificación de grado de inversión del sector financiero también aumentaron alrededor de 10 puntos básicos. Es improbable que el incremento de los diferenciales refleje un aumento significativo del riesgo de crédito, cuyos reducidos niveles siguen siendo acordes con el

fortalecimiento de la expansión económica. Además, los diferenciales de los valores de renta fija privada se mantienen considerablemente por debajo (60-80 puntos básicos) de los niveles observados en marzo de 2016, antes del anuncio y la posterior puesta en marcha del programa de compras de bonos corporativos (CSPP, en sus siglas en inglés).

**Los índices amplios de los precios de las acciones de la zona del euro se anotaron ligeras subidas durante el período analizado pese a un leve incremento de la volatilidad.** Las cotizaciones del sector financiero y de las sociedades no financieras de la zona del euro aumentaron en torno al 1 %. En conjunto, las expectativas de sólido crecimiento de los beneficios empresariales continúan sosteniendo las cotizaciones de la zona del euro, reflejando la mejora generalizada del entorno macroeconómico de la zona. Los precios de las acciones del sector financiero y de las sociedades no financieras de Estados Unidos se redujeron un 3,5 % y un 3,7 %, respectivamente, durante el período de referencia. Las cotizaciones de las dos áreas económicas fluctuaron en respuesta a los anuncios sobre la senda futura de la política comercial internacional, que se tradujeron en algunos episodios transitorios de aumento de la volatilidad. Sin embargo, las expectativas de los mercados sobre la volatilidad de las cotizaciones bursátiles en el futuro apenas han variado en las dos jurisdicciones y siguen registrando una tasas anualizadas (14,7 % y 17,8 %, respectivamente) relativamente reducidas desde una perspectiva histórica.

**El índice medio del tipo de interés del euro a un día (eonia) se situó, en promedio, en –36,5 puntos básicos durante el período considerado.** El exceso de liquidez se redujo alrededor de 22 mm de euros, hasta unos 1.864 mm de euros, debido a que el efecto de absorción de liquidez causado por el incremento de los factores autónomos netos contrarrestó con creces la liquidez proporcionada mediante las adquisiciones realizadas en el marco del programa de compra de activos del Eurosistema.

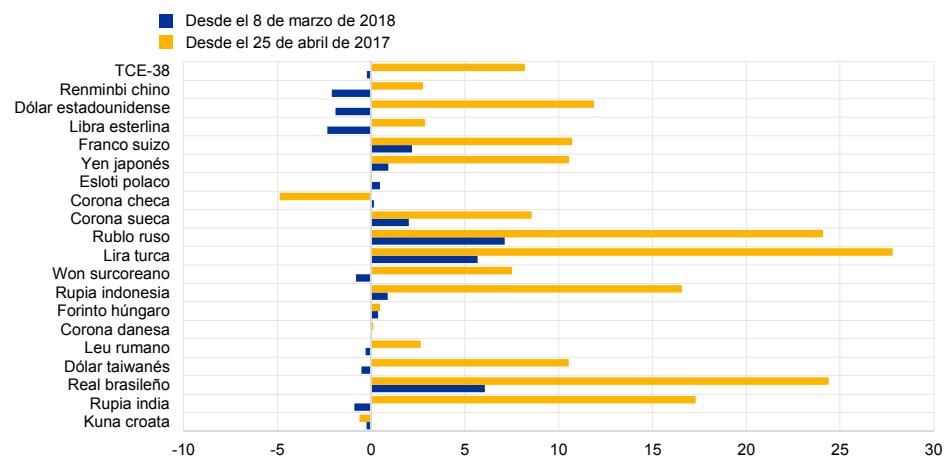
**La curva de tipos forward del eonia se desplazó a la baja durante el período analizado, especialmente en horizontes de medio plazo.** El sentimiento de los mercados con respecto al rumbo de la política monetaria en lo que resta de 2018 no varió. Más allá de ese horizonte, los participantes en los mercados revisaron a la baja sus expectativas relativas a los tipos de interés. La curva se mantiene por debajo de cero en los horizontes anteriores a diciembre de 2019.

**En los mercados de divisas, el euro se mantuvo prácticamente sin cambios en cifras ponderadas por el comercio (véase gráfico 4).** Durante el período analizado, el tipo de cambio efectivo del euro, medido frente a las monedas de 38 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro, se depreció un –0,2 %. En términos bilaterales, la moneda única se depreció frente al dólar estadounidense (un 1,9 %), al renminbi chino (un 2,1 %) y a la libra esterlina (un 2,3 %). Esta evolución se vio parcialmente compensada por un fortalecimiento del euro frente a otras monedas importantes, como el yen japonés (un 0,9 %) y el franco suizo (un 2,2 %), así como en relación con las monedas de algunas economías emergentes, entre las que destacan el rublo ruso (un 7,2 %), el real brasileño (un 6,1 %) y la lira turca (un 5,2 %).

#### Gráfico 4

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

(tasas de variación)



Fuente: BCE.

Notas: «TCE-38» se refiere al tipo de cambio efectivo nominal del euro frente a las monedas de 38 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro. Todas las variaciones se han calculado utilizando el tipo de cambio vigente el 20 de abril de 2018.

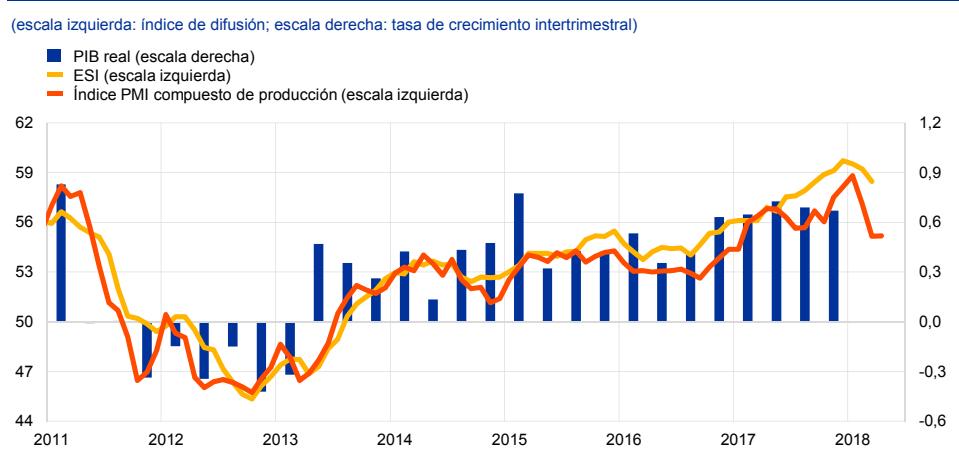
### 3

## Actividad económica

**La zona del euro sigue presentando un patrón de crecimiento sólido y generalizado, aunque, en general, los últimos datos disponibles han sido peores de lo previsto en el primer trimestre de este año.** En el último trimestre de 2017, el PIB real aumentó un 0,7 %, en tasa intertrimestral, tras registrar un avance similar en los dos trimestres anteriores (véase gráfico 5). La demanda interna y la demanda exterior neta contribuyeron positivamente a este resultado, mientras que la variación de existencias tuvo un ligero efecto moderador sobre el crecimiento del PIB en el cuarto trimestre. Aunque los indicadores económicos, especialmente los resultados de las encuestas, todavía se mantienen en niveles muy elevados, han descendido recientemente, lo que sugiere cierta moderación del ritmo de crecimiento en el primer trimestre del año. En términos interanuales, el PIB creció un 2,4 % en 2017, la mayor tasa registrada desde 2007. En el recuadro 3 se presenta un análisis más detallado de las consecuencias del vigoroso crecimiento reciente para el grado de holgura de la economía.

**Gráfico 5**

PIB real de la zona del euro, indicador de sentimiento económico (ESI) e índice PMI compuesto de producción



Fuentes: Eurostat, Comisión Europea, Markit y BCE.

Notas: El indicador de sentimiento económico (ESI) se normaliza y reescaliza para presentar la misma media y desviación típica que el índice PMI. Las últimas observaciones corresponden al cuarto trimestre de 2017 para el PIB real, a marzo de 2018 para el ESI y a abril de 2018 para el índice PMI.

**El gasto en consumo ha seguido creciendo, aunque a tasas ligeramente más bajas que en trimestres anteriores.** En el último trimestre de 2017, el consumo privado aumentó un 0,2 %, en términos intertrimestrales, tras registrar una tasa de crecimiento algo más elevada en el tercer trimestre. Esta desaceleración parece reflejar un menor avance del consumo de servicios, mientras que el de bienes se habría incrementado a un ritmo mayor que en el tercer trimestre. En términos interanuales, el consumo creció un 1,5 % en el cuarto trimestre de 2017, lo que representa un claro descenso con respecto al tercer trimestre, en el que experimentó un alza del 1,9 %. Este patrón está en consonancia con el ligero retroceso, del 1,5 % al 1,4 %, del crecimiento interanual de la renta real disponible de los hogares entre ambos trimestres. En consecuencia, la tasa de variación interanual del ahorro se incrementó considerablemente entre el tercer y el cuarto

trimestre, contribuyendo al menor avance del gasto en consumo. Sin embargo, la tasa de ahorro (expresada como la media móvil de cuatro trimestres) se mantuvo inalterada en un mínimo histórico del 11,9 % en el cuarto trimestre del año.

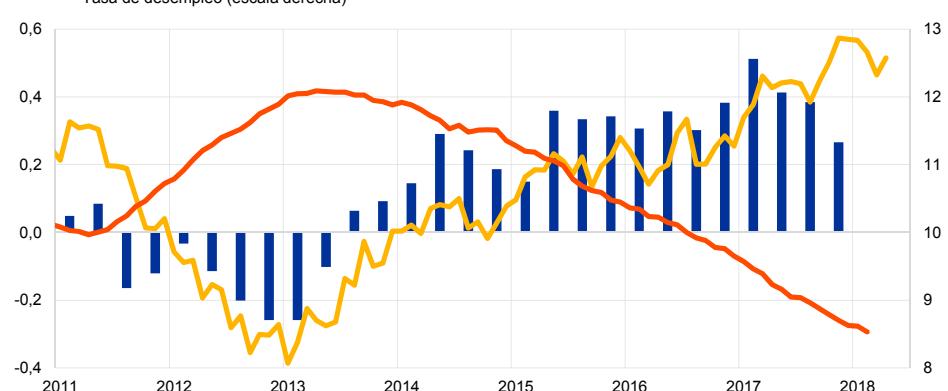
**Los mercados de trabajo de la zona del euro continúan mejorando, sosteniendo así la renta y el gasto en consumo de los hogares.** En el cuarto trimestre de 2017, el empleo aumentó de nuevo, un 0,3 % en tasa intertrimestral, lo que se tradujo en un incremento interanual del 1,6 %. En la actualidad, la tasa de empleo se sitúa un 1,5 % por encima del máximo observado antes de la crisis, en el primer trimestre de 2008. La tasa de paro de la zona del euro fue del 8,5 % en febrero de 2018, frente al 8,6 % de enero, e inferior en 3,6 puntos porcentuales al máximo registrado después de la crisis, en abril de 2013 (véase gráfico 6). Este descenso fue generalizado en los distintos grupos de edad y en ambos sexos. El paro de larga duración (es decir, el número de personas que llevan al menos doce meses en situación de desempleo expresado en porcentaje de la población activa) también sigue disminuyendo, pero se mantiene por encima del nivel anterior a la crisis. La información procedente de las encuestas apunta a que el empleo continuará creciendo en los próximos meses, y en algunos países y sectores se observan cada vez más señales de escasez de mano de obra.

#### Gráfico 6

#### Empleo, expectativas de empleo del PMI y desempleo en la zona del euro

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

- Empleo (escala izquierda)
- Expectativas de empleo del PMI (escala izquierda)
- Tasa de desempleo (escala derecha)



Fuentes: Eurostat, Markit y cálculos del BCE.

Notas: El Índice PMI está expresado como una desviación de 50 dividida por 10. Las últimas observaciones corresponden al cuarto trimestre de 2017 para el empleo, a abril de 2018 para el índice PMI y a febrero de 2018 para la tasa de desempleo.

**Se espera que el consumo privado mantenga un ritmo de crecimiento elevado, salvo que se registre volatilidad a corto plazo.** Los datos recientes sobre el comercio minorista y las matriculaciones de automóviles apuntan a un crecimiento continuado, aunque relativamente lento, del gasto en consumo en el primer trimestre de este año. Sin embargo, otros indicadores corroboran la continuación de la sólida evolución del consumo. Los indicadores de opinión más recientes señalan mejoras en el mercado de trabajo que, a través del aumento del empleo, deberían seguir impulsando la renta agregada y, por tanto, el gasto en consumo. Además, la riqueza neta de los hogares siguió registrando tasas de crecimiento robustas en el cuarto

trimestre de 2017, favoreciendo de nuevo al consumo privado. Estos factores pueden explicar, en parte, por qué la confianza de los consumidores se mantiene en niveles elevados próximos al máximo histórico alcanzado en mayo del año 2000.

**Tras mostrar debilidad en el tercer trimestre, la inversión empresarial se recuperó en el cuarto trimestre de 2017.** La reciente volatilidad del crecimiento de la inversión se debe fundamentalmente a factores técnicos, y sobre todo obedece a la inclusión de datos sobre Irlanda en las cuentas nacionales de la zona del euro y al impacto asociado procedente de la inversión en productos de propiedad intelectual y de adquisiciones de aviones vinculadas a operaciones de *leasing*. El incremento intertrimestral de la inversión, del 1,2 % en el cuarto trimestre, tuvo su origen en la evolución de la inversión, excluida la construcción, y, en menor medida, de la inversión en construcción. A su vez, el avance del 1,5 % de la inversión, excluida la construcción, reflejó fundamentalmente la inversión en maquinaria y en material de transporte. Por lo que se refiere al primer trimestre de 2018, los indicadores a corto plazo apuntan a un debilitamiento del crecimiento. Por ejemplo, en enero y febrero, los datos mensuales sobre la producción de bienes de equipo se situaron, en promedio, un 1,5 % por debajo del nivel medio del cuarto trimestre, en el que registraron un alza del 2,4 % en tasa intertrimestral. Sin embargo, la persistencia de unas condiciones favorables en el sector de bienes de equipo, como la creciente utilización de la capacidad productiva, el incremento de los pedidos y el aumento de la confianza y de la demanda, señalan, en general, que la inversión ha mantenido su dinamismo. En cuanto a la inversión en construcción, los datos mensuales de producción de este sector hasta febrero apuntan a un crecimiento algo más lento en el primer trimestre de 2018 que en el último trimestre de 2017. Asimismo, los indicadores de confianza del sector de la construcción, así como el número de visados de obra nueva, están en consonancia con un ritmo de crecimiento positivo a principios de año. No obstante, en algunos países se aprecian cada vez más signos de restricciones de capacidad en la construcción derivadas de la escasez de mano de obra.

**Se espera que la inversión siga creciendo a un ritmo sólido.** La inversión debería continuar viéndose respaldada por las crecientes restricciones de oferta, las favorables expectativas de beneficios, la fortaleza de la demanda interna y externa, y unas condiciones de financiación acomodaticias. Según las cuentas sectoriales de la zona del euro correspondientes al cuarto trimestre de 2017, los márgenes empresariales (medidos como la ratio entre el excedente neto de explotación y el valor añadido) se mantuvieron próximos al nivel más alto registrado desde principios de 2009. Además, las expectativas de beneficios de las empresas cotizadas de la zona del euro continúan siendo elevadas. Al mismo tiempo, es posible que la incertidumbre en torno a la aplicación de subidas de aranceles ya esté afectando negativamente a las decisiones de inversión. Por lo que respecta a la inversión en construcción, los indicadores más recientes señalan que, si bien el impulso de la inversión en construcción y vivienda puede estar desacelerándose, todavía es positivo. El incremento de la renta disponible de los hogares y unas condiciones de concesión del crédito muy favorables continúan sosteniendo la demanda en este sector.

**Las exportaciones de la zona del euro siguieron creciendo en el último trimestre de 2017.** Las exportaciones reales totales de la zona del euro confirmaron la dinámica positiva de la segunda mitad de 2017, con un crecimiento del 1,9 % en tasa intertrimestral. Las exportaciones de bienes, especialmente las destinadas a países no pertenecientes a la Unión Europea, contribuyeron de forma muy significativa a este incremento. Sin embargo, para el primer trimestre de 2018, los datos mensuales sugieren cierta ralentización del anterior avance de las exportaciones, ya que las exportaciones totales de bienes en términos nominales registraron una caída intermensual del 0,7 % en enero y del 2 % en febrero, aunque continúan creciendo con fuerza en tasa interanual. Los indicadores de opinión sobre los nuevos pedidos del sector manufacturero mundial y de la zona del euro también confirman una evolución más moderada de las exportaciones para el próximo trimestre.

**Los últimos indicadores económicos sugieren cierta moderación del ritmo de crecimiento desde principios de año.** La producción industrial (excluida la construcción) descendió en enero y febrero. Como resultado, en esos meses la producción se situó, en promedio, un 0,5 % por debajo del nivel registrado en el cuarto trimestre de 2017, cuando aumentó un 1,4 % en tasa intertrimestral. Indicadores de opinión más recientes señalan cierta desaceleración del crecimiento a corto plazo. El índice PMI compuesto de producción se situó, en promedio, en 57 en el primer trimestre de 2018, frente a un valor de 57,2 en el cuarto trimestre, y se mantuvo sin cambios, en 55,2, entre marzo y abril de 2018. Al mismo tiempo, el indicador ESI de la Comisión Europea pasó de 114,3 en el cuarto trimestre a 113,9 en el primer trimestre (véase gráfico 5). Tanto el ESI como el PMI permanecen muy por encima de sus respectivas medias de largo plazo.

**Esta moderación puede obedecer, en parte, a un retroceso de la elevada tasa de avance observada al final del año pasado, así como a posibles factores temporales.** No obstante, en general, se espera que el crecimiento siga siendo sólido y generalizado. Las medidas de política monetaria del BCE, que han favorecido el proceso de desapalancamiento, deberían seguir respaldando la demanda interna. El consumo privado se sustenta en la mejora continua del empleo (que, a su vez, se debe en parte a las reformas acometidas anteriormente en los mercados de trabajo) y en el aumento de la riqueza de los hogares. La inversión empresarial continúa creciendo gracias a unas condiciones de financiación muy favorables, al incremento de la rentabilidad de las empresas y a la solidez de la demanda. La inversión en vivienda sigue mejorando. Asimismo, la expansión generalizada a nivel mundial está impulsando las exportaciones de la zona del euro. Los resultados de la última [encuesta a expertos en previsión económica del BCE](#), realizada a principios de abril, muestran que las previsiones del sector privado sobre el crecimiento del PIB se han revisado al alza para 2018 y 2019 con respecto a la encuesta anterior, llevada a cabo a principios de enero. Al mismo tiempo, la cifra para 2020 se ha revisado ligeramente a la baja.

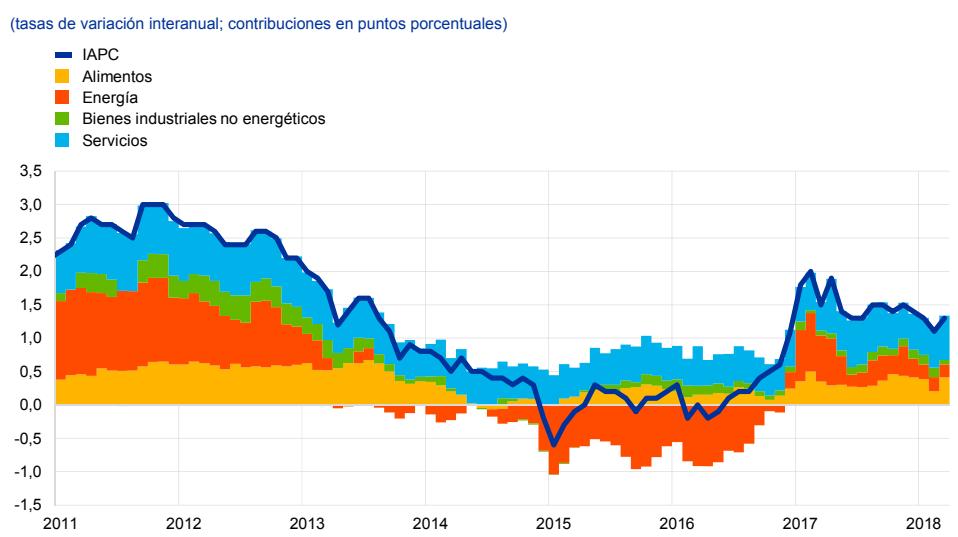
**Los riesgos para las perspectivas de crecimiento de la zona del euro se mantienen, en general, equilibrados.** No obstante, los riesgos relacionados con factores globales, como la amenaza de un aumento del proteccionismo, son ahora más relevantes.

## Precios y costes

**La inflación medida por el IAPC general se situó en el 1,3 % en marzo de 2018, frente al 1,1 % registrado en febrero (véase gráfico 7).** Este incremento reflejó, principalmente, la aceleración del ritmo de avance de los precios de los alimentos. La inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, se situó en el 1 % en marzo, sin variación con respecto a febrero.

### Gráfico 7

Contribución de los componentes de la inflación medida por el IAPC general de la zona del euro



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Las últimas observaciones corresponden a marzo de 2018.

**Los indicadores de la inflación subyacente se han mantenido contenidos, en general, debido, en parte, a factores especiales.** La inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, se situó en el 1 % durante tres meses consecutivos hasta marzo, tras una ligera moderación registrada anteriormente que reflejó, en cierta medida, el impacto del acusado descenso de las tasas de variación de los precios de varios servicios. En los últimos meses, las tasas de variación de los precios de los subcomponentes volátiles —concretamente artículos de vestir y calzado, y servicios relacionados con turismo y viajes— se han compensado entre sí de modo que la tasa de inflación permanece prácticamente estable si estos subcomponentes se excluyen de la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos. En conjunto, los indicadores de la inflación subyacente aún no han mostrado signos convincentes de una tendencia al alza sostenida.

**Las presiones inflacionistas sobre la tasa de variación de los precios de los bienes industriales no energéticos han vuelto a disminuir en la primera fase del proceso de formación de precios y, en general, se mantienen contenidas.** El impacto de la apreciación del tipo de cambio del euro es evidente en el descenso de las tasas de inflación de los bienes industriales no energéticos finales importados —que representan aproximadamente el 12 % del consumo de bienes industriales no energéticos finales— así como en la disminución de las tasas de variación de los

precios de los bienes intermedios. Sin embargo, en fases posteriores del proceso de formación de precios, la inflación interanual de los precios de producción de los bienes de consumo no alimenticio aumentó hasta alcanzar el mayor nivel observado desde febrero de 2013, y en febrero de 2018 se situó en el 0,5 %, desde el 0,4 % registrado el mes anterior. Asimismo, por lo que respecta a los precios de consumo, el ritmo de avance del componente de bienes industriales no energéticos del IAPC aumentó gradualmente desde el 0,4 % de noviembre hasta el 0,6 % en enero y febrero, antes de caer hasta el 0,2 % en marzo. Este patrón reflejó la fuerte volatilidad registrada en las tasas de inflación interanual del subcomponente de artículos de vestir y calzado, atribuible en parte a la variación del perfil estacional de las rebajas en los últimos años.

**Datos recientes sobre el crecimiento de los salarios señalan que estos continúan aumentando desde el mínimo registrado en el segundo trimestre de 2016.** El crecimiento interanual de la remuneración por asalariado fue del 1,8 % en el cuarto trimestre de 2017, frente al 1,6 % del trimestre precedente, aunque aún se mantiene por debajo de su media de largo plazo del 2,1 %. Más recientemente, el crecimiento interanual de los salarios negociados también volvió a incrementarse hasta situarse en el 1,7 % en enero de 2018, frente al 1,6 % de diciembre. Aunque la evolución reciente del avance de los salarios está en consonancia con la mejora de las condiciones del mercado de trabajo, es posible que siga estando lastrada por factores como las bajas tasas de inflación registradas anteriormente, el débil crecimiento de la productividad y la perduración de los efectos de las reformas laborales aplicadas en algunos países durante la crisis.

**Los indicadores de mercado y de opinión relativos a las expectativas de inflación a largo plazo se mantienen básicamente sin cambios (véase gráfico 8).**

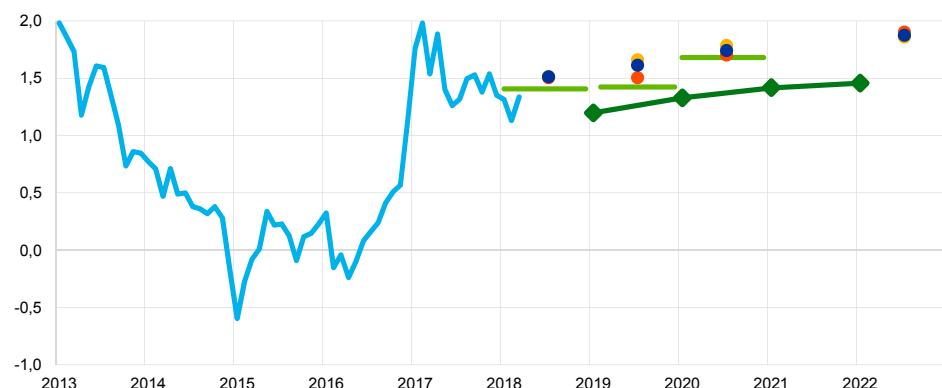
El 25 de abril de 2018, el tipo *swap* de inflación a cinco años dentro de cinco años se situó en el 1,71 %. De cara al futuro, los indicadores de mercado de las expectativas de inflación siguen señalando un retorno gradual hacia niveles de inflación inferiores, aunque próximos, al 2 %. Estos indicadores continúan sugiriendo que el riesgo de deflación se mantiene bien contenido. Según la encuesta del BCE a expertos en previsión económica (EPE) correspondiente al segundo trimestre de 2018, las expectativas de inflación a largo plazo para la zona del euro permanecieron estables en el 1,9 %.

### Gráfico 8

#### Indicadores de opinión y de mercado de las expectativas de inflación

(tasas de variación interanual)

- EPE (II TR 2018)
- EPE (I TR 2018)
- Previsiones de Consensus Economics (abril de 2018)
- Proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE (marzo de 2018)
- Indicadores de mercado de las expectativas de inflación (abril de 2018)
- IAPC



Fuentes: Encuesta a expertos en previsión económica (EPE) del BCE, Thomson Reuters, Consensus Economics, proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE y cálculos del BCE.

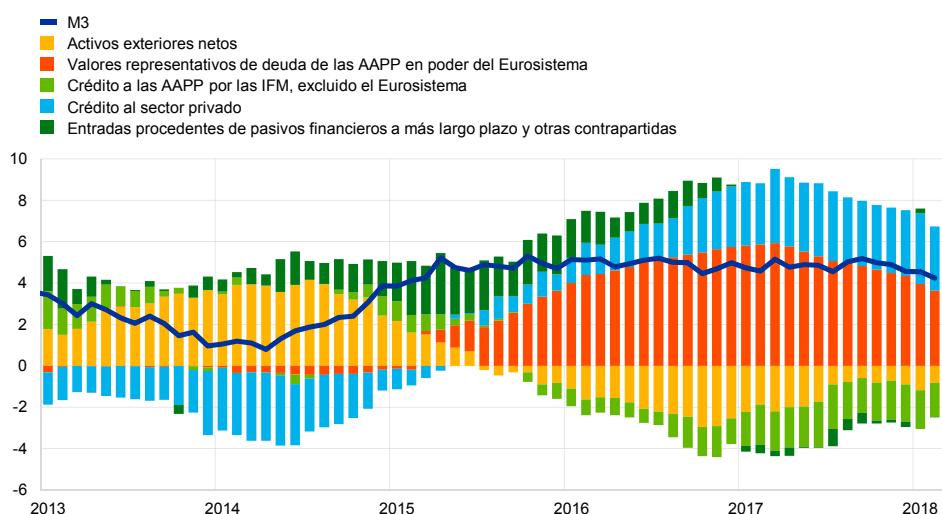
Notas: Se incluyen datos de la inflación observada medida por el IAPC hasta marzo de 2018. Los indicadores de mercado de las expectativas de inflación se obtienen de los swaps cupón cero de inflación medida por el IAPCx (IAPC de la zona del euro excluido el tabaco). Las últimas observaciones corresponden al 25 de abril de 2018.

**Los precios de los inmuebles residenciales de la zona del euro continuaron aumentando en el cuarto trimestre de 2017.** Según el índice de precios de inmuebles residenciales del BCE, los precios de la vivienda de la zona del euro se incrementaron en un 4,6 %, en términos interanuales, en dicho trimestre, frente al 4,2 % registrado en el trimestre anterior, lo que confirma un nuevo fortalecimiento y una mayor generalización del ciclo de los precios de la vivienda.

**El ritmo de crecimiento del agregado monetario amplio se moderó, pero continuó siendo sólido.** La tasa de crecimiento interanual de M3 se redujo hasta el 4,2 % en febrero de 2018 y se situó ligeramente por debajo del estrecho intervalo observado desde mediados de 2015 (véase gráfico 9). Los componentes más líquidos siguieron siendo los que más contribuyeron al avance del agregado monetario amplio: la tasa de crecimiento interanual de M1 mantuvo su dinamismo, aunque retrocedió hasta el 8,4 % en febrero (desde el 8,8 % de enero). A este respecto, el bajo coste de oportunidad de mantener depósitos líquidos en un entorno de tipos de interés muy reducidos y el impacto de las medidas de política monetaria del BCE volvieron a respaldar el crecimiento de M3.

**Gráfico 9**  
M3 y sus contrapartidas

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales; datos ajustados de efectos estacionales y de calendario)



Fuente: BCE.

Notas: El crédito al sector privado comprende los préstamos concedidos por las instituciones monetarias (IFM) al sector privado y las tenencias de las IFM de valores emitidos por el sector privado, excluidas las IFM, de la zona del euro. Por lo tanto, incluye las tenencias de valores representativos de deuda del Eurosystema adquiridos en el marco del programa de compras de bonos corporativos (CSPP, en sus siglas en inglés). La última observación corresponde a febrero de 2018.

**Las contrapartidas internas de M3 siguieron siendo el principal factor impulsor del crecimiento del agregado monetario amplio (véase gráfico 9).** En lo que respecta a las contrapartidas, el descenso del crecimiento interanual de M3 observado en febrero de 2018 puede atribuirse a la leve caída de la aportación del crédito al sector privado, debido principalmente a la disminución del flujo de préstamos concedidos por las IFM a las sociedades no financieras. Además, la contribución de las adquisiciones realizadas en el marco del programa de compra de activos (APP, en sus siglas en inglés) ha sido menor como consecuencia de la reducción de las compras netas mensuales por parte del Eurosystema, de 60 mm de euros a 30 mm de euros, a partir de enero de 2018. Las adquisiciones de deuda pública por parte del Eurosystema (véanse las partes de color rojo de las barras del gráfico 9), realizadas principalmente en el contexto del programa de compras de valores públicos (PSPP, en sus siglas en inglés), continuaron influyendo

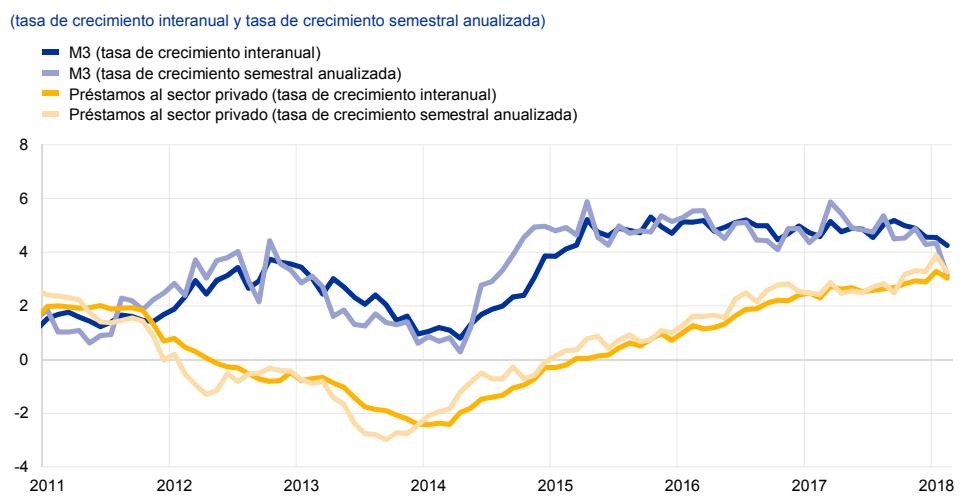
positivamente en el avance de M3. La recuperación sostenida del crédito al sector privado (véanse las partes de color azul de las barras del gráfico 9) también siguió sustentando el crecimiento de M3. Este concepto incluye tanto los préstamos otorgados por las IFM al sector privado como las tenencias de las IFM de valores emitidos por el sector privado, excluidas las IFM, de la zona del euro. Por tanto, también comprende las adquisiciones de valores representativos de deuda del sector privado, excluidas las IFM, realizadas por el Eurosistema en el marco del CSPP. La persistente contracción de los pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas) de las IFM volvió a contribuir positivamente al crecimiento de M3 (se incluyen junto con otras contrapartidas en las partes de color verde oscuro de las barras del gráfico 9). Las ventas de deuda pública por parte de las IFM de la zona del euro, excluido el Eurosistema, contribuyeron al crecimiento interanual negativo del crédito a las AAPP concedido por las IFM, excluido el Eurosistema, y frenaron, por tanto, el crecimiento de M3 (véanse las partes de color verde claro de las barras del gráfico 9). Por último, los activos exteriores netos de las IFM siguieron lastrando el crecimiento interanual de M3 (véanse las partes de color amarillo de las barras del gráfico 9).

**La recuperación gradual del crecimiento de los préstamos prosigue, pese a la ligera desaceleración que experimentó el crédito a las sociedades no financieras en febrero de 2018.** La tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las IFM al sector privado (ajustados de titulizaciones, otras transferencias y centralización nocional de tesorería [*notional cash pooling*]) descendió hasta el 3 % en febrero (véase gráfico 10). Por sectores, el ritmo de avance interanual de los préstamos a sociedades no financieras se redujo hasta el 3,1 % en febrero (desde el 3,4 % de enero de 2018 y el 3,1 % de diciembre de 2017). Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a hogares se mantuvo sin variación en el 2,9 %. Estas tendencias se sustentan en el significativo descenso de los tipos de interés del crédito bancario observado en toda la zona del euro desde mediados de 2014 (principalmente como consecuencia de las medidas de política monetaria no convencionales del BCE) y en la mejora general de la oferta y de la demanda de préstamos bancarios. Además, las entidades de crédito han avanzado en el saneamiento de sus balances, aunque el nivel de préstamos dudosos sigue siendo elevado en algunos países y puede limitar la concesión de crédito<sup>2</sup>.

---

<sup>2</sup> Véase también la sección 3 de *Financial Stability Review*, BCE, noviembre de 2017.

**Gráfico 10**  
M3 y préstamos al sector privado



Fuente: BCE.

Notas: Préstamos ajustados de titulizaciones, otras transferencias y centralización nocial de tesorería. La última observación corresponde a febrero de 2018.

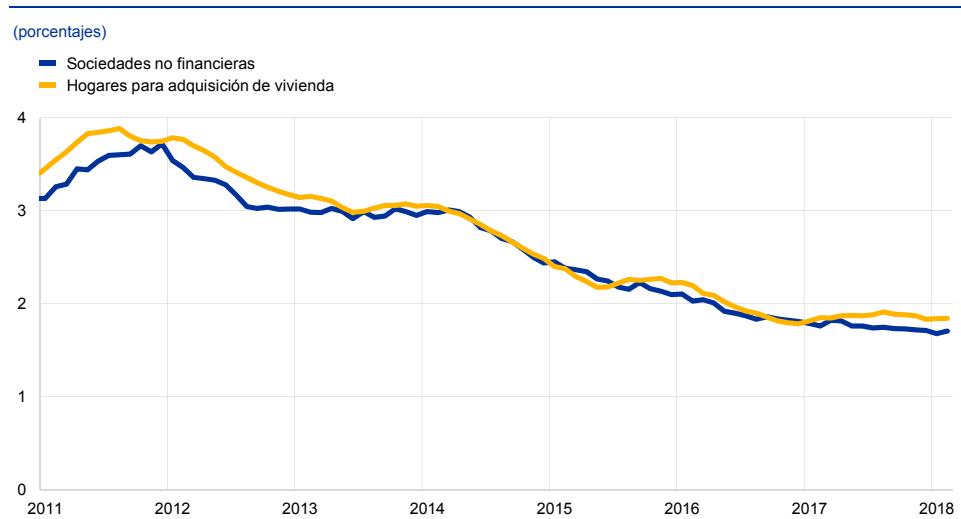
**La encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de abril de 2018 sugiere que el crecimiento de los préstamos continuó estando respaldado por el incremento de la demanda en todas las categorías y por la relajación adicional de los criterios de aprobación de los préstamos a empresas y a hogares.** En el primer trimestre de 2018, los criterios de aprobación de los préstamos a empresas se relajaron considerablemente y los aplicados a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda continuaron suavizándose. Las presiones competitivas y la menor percepción de riesgo asociado a la solidez de las perspectivas económicas fueron importantes determinantes de esta evolución. Las entidades de crédito también indicaron que había aumentado la demanda neta en todas las categorías de préstamos. La mayor inversión en capital fijo, las fusiones y adquisiciones, el bajo nivel general de los tipos de interés, la confianza de los consumidores y, en menor medida, las favorables perspectivas del mercado de la vivienda, fueron factores significativos que impulsaron la demanda. El APP ampliado del BCE ha relajado las condiciones aplicadas a todas las categorías de préstamos. El efecto de relajación neta se plasmó en mayor medida en las condiciones aplicadas a los préstamos que en los criterios de aprobación. Las entidades de la zona del euro indicaron que el APP había contribuido a mejorar su situación de liquidez y sus condiciones de financiación en los mercados, pero que había tenido un efecto negativo sobre su rentabilidad, como consecuencia de los menores márgenes de intermediación. Estas entidades han utilizado la liquidez procedente del APP principalmente para conceder préstamos. Asimismo, señalaron que el tipo de interés negativo de la facilidad de depósito del BCE había tenido un impacto positivo en los volúmenes de crédito, mientras que había lastrado los ingresos netos por intereses de las entidades.

**Los tipos de interés del crédito bancario concedido a las sociedades no financieras y a los hogares se mantuvieron próximos a sus mínimos históricos.** En febrero de 2018, el tipo de interés sintético de los préstamos

bancarios otorgados a las sociedades no financieras aumentó ligeramente desde el mínimo histórico alcanzado en enero de 2018 y se situó en el 1,71 %. El tipo de interés sintético de los préstamos para adquisición de vivienda se mantuvo estable en el 1,84 % en febrero, frente a la cota mínima del 1,78 % registrada en diciembre de 2016 (véase gráfico 11). Los tipos sintéticos de los préstamos bancarios concedidos a las sociedades no financieras y a los hogares han disminuido más que los tipos de interés de referencia del mercado desde que el BCE anunció medidas de expansión crediticia en junio de 2014. Entre mayo de 2014 y febrero de 2018, los tipos de interés sintéticos de los préstamos a estos dos sectores cayeron 123 puntos básicos y 107 puntos básicos, respectivamente. En el caso de las sociedades no financieras, este descenso fue particularmente pronunciado en los países de la zona del euro más expuestos a la crisis financiera, lo que señala una transmisión más homogénea de la política monetaria a los tipos de interés de estos préstamos en toda la zona. En ese mismo período, el diferencial de tipos de interés entre los créditos de hasta 250.000 euros y los créditos de más de un millón de euros en la zona del euro se estrechó de forma sustancial. Esto indica que, en general, las pequeñas y medianas empresas se han beneficiado en mayor medida que las grandes empresas de la caída de los tipos de interés de los préstamos bancarios.

#### Gráfico 11

Tipos de interés sintéticos de los préstamos bancarios concedidos a las sociedades no financieras y a los hogares



Fuente: BCE.

Notas: 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. La última observación corresponde a febrero de 2018.

**Se estima que la emisión neta de valores representativos de deuda por parte de las sociedades no financieras de la zona del euro aumentó en el primer trimestre de 2018.** Los datos del BCE más recientes señalan que los flujos totales de valores representativos de deuda emitidos por las sociedades no financieras en enero y febrero de 2018 aumentaron considerablemente, en términos netos, con respecto al cuarto trimestre de 2017. Además, de acuerdo con los datos procedentes del mercado, la emisión de este tipo de valores se aceleró aún más en marzo y en abril de este año. La emisión neta de acciones cotizadas por parte de las

sociedades no financieras se mantuvo positiva e incluso se incrementó a principios de 2018, en comparación con el cuarto trimestre de 2017.

**Los costes de financiación de las sociedades no financieras de la zona del euro aumentaron ligeramente en el primer trimestre de 2018, pero continuaron siendo favorables.** Se estima que el coste nominal total de la financiación externa de las sociedades no financieras, que incluye préstamos bancarios, emisiones de deuda en el mercado y financiación mediante acciones, se incrementó ligeramente en el primer trimestre de 2018, hasta situarse en torno al 4,6 % —20 puntos básicos por encima del nivel observado en diciembre de 2017—, y que registró un leve descenso en abril. Así pues, el coste de financiación se sitúa actualmente unos 46 puntos básicos por encima del mínimo histórico registrado en julio de 2016, pero aún se mantiene considerablemente por debajo de los niveles observados en el verano de 2014 y es acorde con la orientación de la política monetaria del BCE. La evolución reciente del coste nominal total de la financiación refleja alzas en el coste de las acciones, así como en el coste de la deuda, expresado como la media ponderada del coste de la financiación bancaria y del coste de la financiación mediante valores de renta fija. El incremento del coste de las acciones se debe a una prima de riesgo de la renta variable más elevada, mientras que el aumento del coste de la deuda es atribuible íntegramente al coste de los valores de renta fija. El ligero retroceso estimado de abril de 2018 es consecuencia de la leve moderación de la prima de riesgo de las acciones en comparación con el nivel alcanzado en el primer trimestre de 2018.