

# Información actualizada sobre la evolución económica y monetaria

## Resumen

La información disponible desde la reunión de política monetaria del Consejo de Gobierno celebrada el 14 de junio indica que la economía de la zona del euro avanza por una senda de crecimiento sólido y generalizado<sup>1</sup>. La incertidumbre relacionada con factores globales, especialmente la amenaza del proteccionismo, sigue siendo elevada y continúa siendo necesario vigilar el riesgo de persistencia de un alto grado de volatilidad en los mercados financieros. Con todo, los riesgos para las perspectivas de crecimiento de la zona del euro aún pueden considerarse, en general, equilibrados. La fortaleza subyacente de la economía ha confirmado la confianza del Consejo de Gobierno en que la convergencia sostenida de la inflación hacia su objetivo continuará durante los próximos meses y que se mantendrá incluso después de la desactivación gradual de las compras netas de activos. No obstante, todavía es necesario un estímulo monetario notable para propiciar un nuevo aumento de las presiones inflacionistas internas y respaldar la evolución de la inflación general en el medio plazo. Este apoyo seguirá procediendo de las compras netas de activos hasta el final del año, del considerable volumen de activos adquiridos y de las reinversiones asociadas, así como de la política de *forward guidance* sobre los tipos de interés oficiales del BCE. En cualquier caso, el Consejo de Gobierno está preparado para ajustar todos sus instrumentos cuando corresponda con el fin de asegurar que la inflación continúa avanzando de forma sostenida hacia su objetivo.

El ritmo de crecimiento de la economía mundial continuó siendo sostenido en el segundo trimestre de 2018, aunque los riesgos a la baja relacionados con los aranceles siguieron siendo elevados. Además, los indicadores de comercio mundial experimentaron una pérdida de impulso. Las condiciones financieras se han endurecido ligeramente para las economías emergentes, pero, en general, se mantienen favorables en las economías avanzadas.

En la zona del euro, los rendimientos de la deuda soberana han disminuido desde la reunión del 14 de junio, como consecuencia de la menor volatilidad observada en los mercados de deuda soberana y de la caída de los tipos de interés sin riesgo. Los precios de las acciones experimentaron una corrección en un contexto de crecientes tensiones comerciales. En los mercados de divisas, el euro se apreció, en general, en cifras ponderadas por el comercio.

Los indicadores económicos más recientes se han estabilizado y siguen apuntando a un crecimiento sólido y generalizado, aunque a un ritmo más lento que en 2017. Esta moderación refleja un retroceso desde los niveles muy elevados de crecimiento

---

<sup>1</sup> Teniendo en cuenta la información disponible cuando se celebró la reunión del Consejo de Gobierno del 26 de julio de 2018.

registrados el año pasado y está relacionada fundamentalmente con el menor dinamismo del comercio exterior, anteriormente muy vigoroso, a lo que hay que sumar un aumento de la incertidumbre y algunos factores transitorios y de oferta a escala interna y global. El consumo privado sigue sustentándose 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 se ve favorecida por unas condiciones de financiación benignas, la mejora de la rentabilidad de las empresas y la fortaleza de la demanda. La inversión residencial se mantiene sólida. Por otro lado, se espera que continúe la expansión generalizada de la demanda mundial, lo que proporcionará impulso a las exportaciones de la zona del euro.

La inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro se incrementó hasta el 2 % en junio, desde el 1,9 % registrado en mayo, debido fundamentalmente a la subida de los precios de la energía y de los alimentos. Teniendo en cuenta los precios actuales de los futuros sobre el petróleo, es probable que las tasas de inflación interanual fluctúen en torno al nivel actual durante el resto del año. Aunque los indicadores de la inflación subyacente se mantienen, en general, contenidos, han aumentado desde los mínimos registrados anteriormente. Las presiones de costes de origen interno están intensificándose y generalizándose en un contexto de elevada utilización de la capacidad productiva y de aumento de las tensiones en los mercados de trabajo. La incertidumbre acerca de las perspectivas de inflación está disminuyendo. De cara al futuro, se espera que la inflación subyacente repunte hacia finales de año y que, a partir de entonces, aumente de forma gradual en el medio plazo, respaldada por las medidas de política monetaria del BCE, la continuación de la expansión económica, la correspondiente absorción de la capacidad ociosa de la economía y el mayor crecimiento de los salarios.

El análisis monetario indica que el crecimiento del agregado monetario amplio volvió a aumentar en junio de 2018, después de experimentar una desaceleración gradual desde el último máximo alcanzado en septiembre de 2017. La recuperación del crecimiento de los préstamos al sector privado prosigue, impulsada principalmente por los préstamos a las sociedades no financieras. La encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro correspondiente al segundo trimestre de 2018 sugiere que el crecimiento de los préstamos continuó estando respaldado por la relajación de los criterios de aprobación del crédito y por el incremento de la demanda en todas las categorías de préstamos. Se estima que la emisión neta de valores representativos de deuda por parte de las sociedades no financieras de la zona del euro ha aumentado de nuevo, mientras que los costes de financiación de las sociedades no financieras han continuado siendo favorables.

Teniendo en cuenta los resultados del análisis económico y las señales procedentes del análisis monetario, el Consejo de Gobierno confirmó que sigue siendo necesario un amplio grado de acomodación monetaria para que continúe la convergencia sostenida de la inflación hacia niveles inferiores, aunque próximos, al 2 % a medio plazo.

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 al

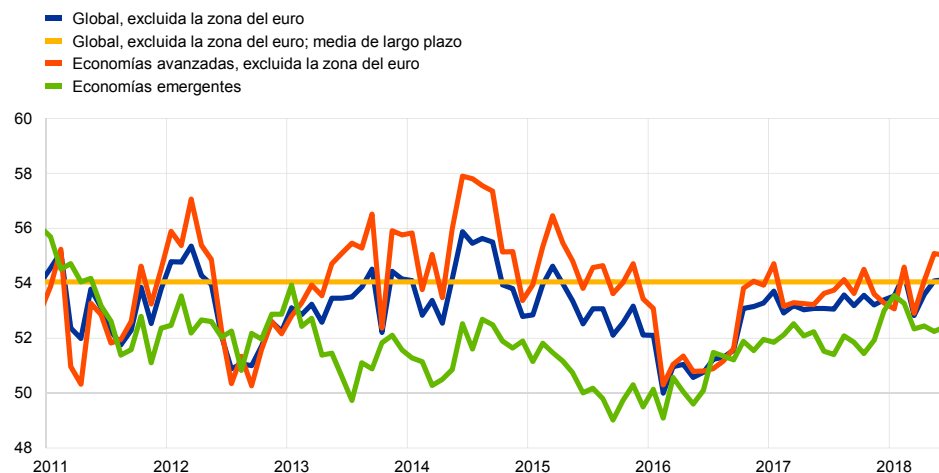
menos hasta el verano de 2019 y, en todo caso, durante el tiempo necesario para asegurar la continuación de la convergencia sostenida de la inflación hacia niveles inferiores, aunque próximos, al 2 % a medio plazo. En relación con las medidas de política monetaria no convencionales, el Consejo de Gobierno confirmó que el Eurosistema continuará realizando adquisiciones netas en el marco del programa de compra de activos (APP, en sus siglas en inglés) al ritmo actual de 30 mm de euros mensuales hasta el final de septiembre de 2018. El Consejo de Gobierno anticipa que, con posterioridad a septiembre, siempre que los nuevos datos confirmen sus perspectivas de inflación a medio plazo, el ritmo mensual de las compras netas de activos se reducirá a 15 mm de euros hasta el final de diciembre de 2018, y que las compras netas cesarán a partir de entonces. Asimismo, el Consejo de Gobierno tiene intención de reinvertir el principal de los valores adquiridos en el marco de este programa según vayan venciendo, durante un período prolongado tras el final de las compras netas de activos y, en todo caso, durante el tiempo que sea necesario para preservar unas condiciones de liquidez favorables y un elevado grado de acomodación monetaria.

**Los indicadores de opinión globales continúan señalando que el ritmo de crecimiento fue sostenido en el segundo trimestre de 2018.** El índice de directores de compras (PMI) compuesto global de producción, excluida la zona del euro, mejoró ligeramente de nuevo en junio (véase gráfico 1) y alcanzó su nivel más alto de los cuatro últimos meses, ya que el repunte continuado del sector servicios compensó con creces la modesta desaceleración observada en las manufacturas. En términos intertrimestrales, el PMI correspondiente al segundo trimestre de 2018 se situó algo por encima de la media del trimestre anterior. En junio, el PMI compuesto de producción retrocedió moderadamente en Estados Unidos con respecto a mayo, mientras que en Japón y en el Reino Unido aumentó. En las economías emergentes, ese mes, este índice se incrementó en China y se recuperó notablemente en la India, al tiempo que la tasa de expansión se redujo en Rusia y en Brasil.

### Gráfico 1

#### Índice PMI compuesto global de producción

(índice de difusión)



Fuentes: Haver Analytics, Markit y cálculos del BCE.

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

**Al mismo tiempo, los riesgos a la baja para la economía mundial se han intensificado, en un entorno de adopción de medidas y de amenazas de aumentos de los aranceles por parte de Estados Unidos, así como de posibles represalias de los países afectados.** La primera subida de los aranceles estadounidenses a las importaciones chinas entró en vigor el 6 julio, y está previsto introducir más aranceles, al tiempo que las autoridades chinas también comunicaron su intención de tomar medidas de represalia. Simultáneamente comenzaron a aplicarse las medidas adoptadas por la Unión Europea y Canadá en represalia por los aranceles impuestos previamente sobre el acero y el aluminio. La Administración de Estados Unidos también inició una nueva investigación sobre las importaciones de automóviles y de componentes de automóviles, que, en caso de culminar en la adopción de medidas proteccionistas, podría afectar especialmente a Canadá,

Japón, México y Corea del Sur, así como a importantes economías de la Unión Europea. La complejidad de las cadenas de producción podría amplificar aún más los efectos adversos del proteccionismo para la economía mundial. En conjunto, si todas las amenazas de medidas se hicieran realidad, el arancel medio aplicado por Estados Unidos aumentaría hasta niveles no observados en los últimos 50 años. Estas circunstancias constituyen un importante riesgo para las perspectivas de comercio y actividad mundiales a corto y a medio plazo.

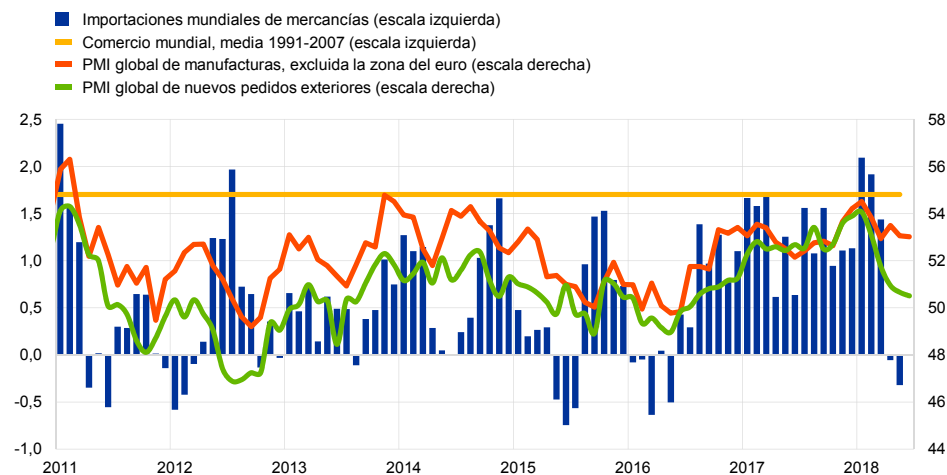
**Las condiciones financieras globales siguen siendo, en general, favorables, pero se han endurecido ligeramente para las economías emergentes.** En líneas generales, la orientación de la política monetaria en las economías avanzadas continúa siendo acomodaticia. En Estados Unidos, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal incrementó los tipos de interés oficiales en junio, en línea con las expectativas. En un contexto de aumento de la inflación y de crecientes tensiones en el mercado de trabajo, la Reserva Federal revisó también su previsión sobre la senda del tipo de interés de los fondos federales hasta un total de cuatro subidas en 2018, frente a las tres esperadas anteriormente. Las renovadas tensiones comerciales a escala mundial y la apreciación del dólar estadounidense se tradujeron en un leve endurecimiento de las condiciones de financiación para las economías emergentes. En China, las cotizaciones bursátiles también experimentaron una caída y el renminbi tuvo que hacer frente a algunas presiones depreciatorias. En conjunto, la volatilidad aumentó en los mercados de renta variable internacionales y los precios de las acciones de los sectores de automoción y tecnológico se vieron sometidas a presiones a la baja. En el Reino Unido, los tipos de interés oficiales no se han modificado, mientras que el Banco de Japón mantiene los rendimientos a diez años en niveles próximos a cero, en consonancia con su programa para controlar la curva de rendimientos. Entre las economías emergentes, Rusia y Brasil han mantenido los tipos oficiales sin variación en los últimos meses, mientras que en Turquía y Argentina se incrementaron sustancialmente en mayo y junio, en un contexto de fuertes tensiones en los mercados financieros. China ha seguido endureciendo las condiciones financieras internas para abordar los riesgos del sistema financiero.

**Los indicadores de comercio mundial experimentaron una pérdida de impulso.** Los datos mensuales sobre comercio registraron una desaceleración significativa y generalizada en todos los países. Las importaciones mundiales de mercancías descendieron en abril y mayo de 2018, revirtiendo el acusado crecimiento del primer trimestre, y el PMI global de nuevos pedidos exteriores retrocedió durante los cinco meses transcurridos hasta junio (véase gráfico 2). Otros indicadores de comercio también se han debilitado, entre ellos los relacionados con las cadenas globales de valor. En general, estos indicadores apuntan a que el comercio disminuyó en el segundo trimestre de 2018.

## Gráfico 2

### Comercio mundial y encuestas

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



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

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

**La inflación mundial se incrementó en mayo.** Ese mes, la inflación interanual de los precios de consumo aumentó hasta situarse en el 2,6 % en los países de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE). Este incremento estuvo impulsado por los precios de la energía, mientras que los precios de los alimentos descendieron ligeramente. Si se excluyen los precios de la energía y los alimentos, la inflación interanual en la OCDE avanzó marginalmente y se situó en el 2 %. Se espera que la inflación continúe aumentando en el corto plazo como consecuencia de la recuperación de los precios del petróleo. A más largo plazo, también se espera que la disminución gradual de la capacidad productiva sin utilizar sostenga la inflación subyacente.

**Los precios del petróleo se han mantenido prácticamente estables, en un contexto de cierta volatilidad.** Los precios del Brent subieron gradualmente de unos 75 dólares estadounidenses por barril a mediados de junio a 78 dólares el 10 de julio, antes de descender hasta 73 dólares por barril el 20 de julio. El efecto sobre los precios del crudo asociado al anuncio de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) el 22 de junio de su intención de incrementar la oferta ha sido relativamente limitado hasta ahora. Aunque los mercados habían anticipado un aumento de la producción de un millón de barriles diarios, las restricciones de capacidad en muchos países miembros de la OPEP apuntan a un aumento menor de la oferta de crudo en el corto plazo. Además, en julio, los precios del petróleo se vieron impulsados por la fuerte demanda de esta materia prima a escala mundial, las tensiones geopolíticas relacionadas con Irán y las turbulencias políticas en Venezuela y en Libia. Más recientemente, los precios del crudo han experimentado una ligera caída. Los precios de las materias primas no energéticas han descendido alrededor de un 8 % desde mediados de junio, un 8 % en el caso de los alimentos y un 9 % en el de los metales. Los precios de los alimentos disminuyeron como consecuencia de la abundante oferta resultante de unas

condiciones meteorológicas benignas en Norteamérica y de la preocupación de que las crecientes amenazas proteccionistas también afecten a las materias primas alimenticias, en especial a la soja. La reducción de los precios de los metales puede explicarse, en parte, por la menor demanda de China y por la inquietud sobre la posibilidad de que se produzca una guerra comercial.

**Las perspectivas de actividad económica en Estados Unidos siguen siendo sólidas, pero en las empresas ha aumentado la preocupación en torno a los aranceles.** El PIB real avanzó a una tasa anualizada del 2 % en el primer trimestre de 2018. Pese a que la actividad experimentó una ligera desaceleración, las perspectivas a corto plazo para este país siguen siendo firmes, respaldadas por unos fundamentos sólidos y por la significativa expansión fiscal procíclica. En concreto, la confianza de los consumidores se sitúa en máximos cíclicos, y los recortes de impuestos deberían sostener en mayor medida la demanda interna, incluso si la reciente subida de los precios de la gasolina moderase ligeramente los efectos positivos de la expansión fiscal. Al mismo tiempo, se dispone de evidencia anecdótica procedente de encuestas regionales de manufacturas que sugiere que a las empresas estadounidenses les preocupa el impacto de una posible nueva escalada de las tensiones comerciales, lo que podría afectar a su gasto en inversión. El mercado de trabajo continuó creando empleo a un ritmo vigoroso y los indicadores siguen apuntando a un endurecimiento de las condiciones, al tiempo que el crecimiento de los salarios se mantiene moderado. La inflación interanual, medida por el índice de precios de consumo (IPC), alcanzó su nivel más elevado desde 2012 y se situó en el 2,9 % en junio, mientras que, si se incluyen la energía y los alimentos, se incrementó hasta el 2,3 %.

**En Japón se espera que la economía se recupere de la ligera contracción del primer trimestre de 2018, aunque las perspectivas están sujetas a un grado creciente de incertidumbre.** Los indicadores económicos sugieren que en el segundo trimestre volvió a registrarse un crecimiento positivo de la actividad, recuperándose de la primera contracción del PIB registrada en dos años. Sin embargo, las perspectivas están sujetas a una incertidumbre creciente. Se espera que las intensas precipitaciones que se produjeron en la parte occidental del país a principios de julio lastren la actividad económica, ya que varias grandes empresas manufactureras tuvieron que cerrar sus plantas de producción por los graves daños causados en las infraestructuras de la región. Además, una nueva escalada de las tensiones comerciales podría afectar de forma significativa a la economía japonesa, sobre todo si aumentan los aranceles a las importaciones de automóviles y de componentes, que representan una tercera parte de las exportaciones de Japón a Estados Unidos. Un nuevo endurecimiento de las condiciones en el mercado de trabajo parece estar propiciando una transición a una mayor seguridad del empleo, en un contexto de aceleración gradual del salario base y de una inflación que todavía se mantiene en niveles moderados. La inflación interanual medida por el IPC permaneció estable, —en el 0,7, % en junio—, aunque la inflación subyacente continuó siendo baja, y el IPC, excluidos los alimentos y la energía, fue del 0 %.

**En el Reino Unido, la caída que experimentó el crecimiento del PIB durante el primer trimestre de 2018 se considera temporal.** La tercera estimación del

crecimiento del PIB para el primer trimestre incluyó una revisión al alza de 0,1 puntos porcentuales, hasta el 0,2 %, principalmente como consecuencia de la revisión al alza del componente de demanda exterior neta, que también condujo a una nueva reducción del déficit comercial del país. Los últimos indicadores PMI y las cifras mensuales sobre el PIB del Reino Unido más recientes sugieren que este se recuperó en el segundo trimestre, aunque los indicadores coyunturales para el sector manufacturero orientado a la exportación señalan unas perspectivas menos optimistas. Esto es acorde con un entorno de mayor incertidumbre, en particular en torno a los resultados de las negociaciones sobre la salida del país de la Unión Europea en marzo de 2019. La inflación se estabilizó en el 2,4 % en mayo, sin variación con respecto a abril, ya que las fluctuaciones del tipo de cambio han contribuido a compensar las recientes subidas de los precios del petróleo.

**En China, el crecimiento del PIB se moderó ligeramente en el segundo trimestre de 2018, mientras que en los mercados financieros se registraron presiones a la baja.** El PIB real aumentó un 6,7 %, en tasa interanual, en el citado trimestre, en línea con las expectativas de los mercados de desaceleración de la actividad económica. Hasta ahora, la actual campaña para promover el desapalancamiento estructural se ha centrado en el sector bancario, pero está empezando a repercutir en la economía en su conjunto y está afectando a las pautas de inversión. En particular, la inversión en infraestructuras cayó porque los canales de financiación se endurecieron, aunque la inversión inmobiliaria y en manufacturas se recuperó (véase el recuadro 1, titulado «Los desequilibrios de China: ¿corre peligro el crecimiento en caso de desaceleración del mercado de la vivienda?», en este Boletín Económico). Los valores de renta variable y los mercados de divisas chinos se han visto sometidos a presiones recientemente, reflejando tanto los temores de una escalada de las tensiones comerciales como una ralentización del crecimiento. Las presiones de precios repuntaron en junio, y la inflación interanual medida por el IPC aumentó hasta el 1,9 %.



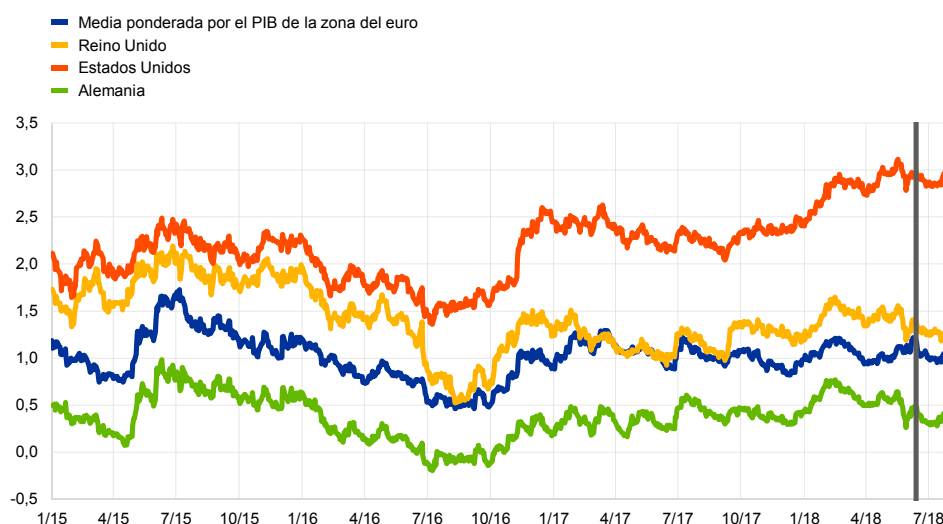
## 2 Evolución financiera

**Los rendimientos de la deuda pública de la zona del euro han disminuido desde finales de junio (véase gráfico 3).** En el período de referencia (del 14 de junio al 25 de julio de 2018), el rendimiento de la deuda soberana a diez años de la zona del euro ponderado por el PIB se redujo 7 puntos básicos, hasta el 1,04 %, en un contexto de moderación de las tensiones en los mercados de deuda soberana y de caída de los tipos de interés sin riesgo. Los diferenciales de rendimiento de la deuda soberana de Italia, Portugal y Francia con respecto a la deuda pública alemana a diez años descendieron, mientras que los rendimientos de la deuda soberana a largo plazo retrocedieron hasta el 1,27 % en el Reino Unido y se incrementaron ligeramente en Estados Unidos, donde se situaron en el 2,98 %.

### Gráfico 3

#### Rendimientos de la deuda soberana a diez años

(porcentajes)



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

Notas: Datos diarios. La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (14 de junio de 2018). La última observación corresponde al 25 de julio de 2018.

**Los diferenciales de rendimientos de los valores de renta fija emitidos por las sociedades no financieras de la zona del euro experimentaron escasas variaciones durante el período considerado.** En comparación con los niveles de finales de junio, 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 no se modificó y se mantuvo en 57 puntos básicos. Los diferenciales de la deuda con calificación de grado de inversión del sector financiero aumentaron ligeramente (4 puntos básicos), hasta situarse en unos 84 puntos básicos. Pese a los incrementos de los rendimientos registrados en la primera mitad de 2018, los diferenciales de los valores de renta fija privada continuaron situados considerablemente por debajo (50-60 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 experimentaron una corrección, en un contexto de crecientes tensiones comerciales.**

Las cotizaciones del sector financiero y de las sociedades no financieras de la zona del euro retrocedieron en torno a un 2 % durante el período de referencia, en un entorno de aumento de las tensiones comerciales. Sin embargo, las expectativas de sólidos beneficios empresariales continuaron sosteniendo las cotizaciones de la zona del euro, reflejando la mejora generalizada del entorno macroeconómico de la zona. Los precios de las acciones de las sociedades no financieras y del sector financiero de Estados Unidos se incrementaron un 1,9 % y un 2,3 %, respectivamente, durante el período analizado. Pese a las tensiones comerciales, las expectativas de los mercados acerca de la volatilidad de las cotizaciones bursátiles en el futuro se mantuvieron en niveles comparativamente bajos, tanto en la zona del euro como en Estados Unidos, y siguieron registrando tasas anualizadas (13,5 % y 12,3 %, respectivamente) relativamente reducidas desde una perspectiva histórica.

**El índice medio del tipo de interés del euro a un día (eonia) permaneció, en promedio, en torno a –36 puntos básicos durante el período considerado.** El exceso de liquidez se redujo unos 70 mm de euros, hasta alrededor de 1.817 mm de euros, debido a que el efecto de absorción de liquidez causado por el incremento de los factores autónomos netos y la liquidación de los reembolsos voluntarios de la financiación obtenida en las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico contrarrestaron con creces la liquidez proporcionada mediante las adquisiciones realizadas en el marco del programa de compra de activos del Eurosistema<sup>2</sup>.

**La curva de tipos *forward* del eonia se desplazó a la baja durante el período analizado.** Los participantes en los mercados revisaron a la baja sus expectativas relativas a los tipos de interés para los horizontes más largos. La curva se mantiene por debajo de cero en los horizontes anteriores a octubre de 2020, lo que refleja las expectativas de los mercados de que los tipos de interés se mantendrán en niveles negativos durante un período prolongado.

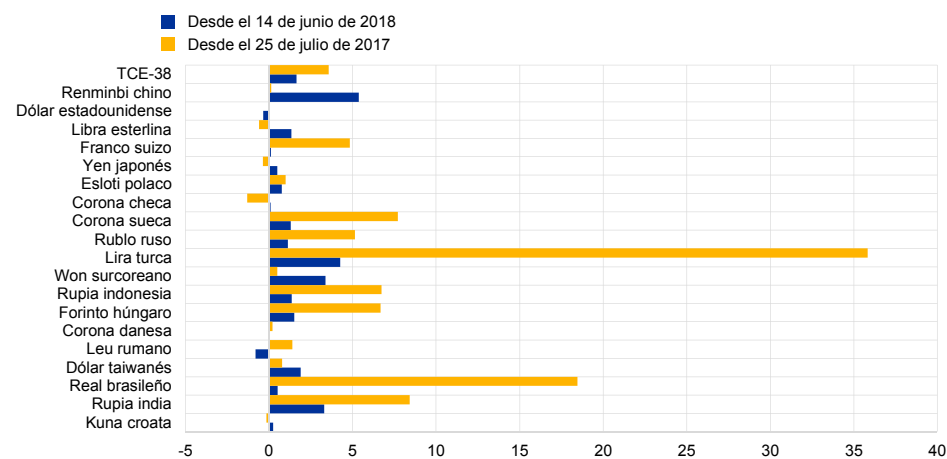
**En los mercados de divisas, el euro se apreció, en general, en cifras ponderadas por el comercio (véase gráfico 4).** Durante el período de referencia, el tipo de cambio efectivo del euro, medido frente a las monedas de 38 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro, se apreció un 1,6 %. En términos bilaterales, la moneda única prácticamente no experimentó cambios frente al dólar estadounidense, al tiempo que se apreció frente a las demás monedas importantes, como el renminbi chino (5,4 %), la libra esterlina (1,3 %) y el yen japonés (0,5 %), en un entorno de expansión económica en la zona del euro. Del mismo modo, el euro se fortaleció frente a las monedas de los otros Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro, excepto el leu rumano, así como frente a las de las principales economías emergentes.

<sup>2</sup> En junio de 2018, las entidades de crédito reembolsaron voluntariamente unos 11 mm de euros de la segunda serie de operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO-II) y unos 3,5 mm de euros de la primera serie (TLTRO-I).

## 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 25 de julio de 2018.

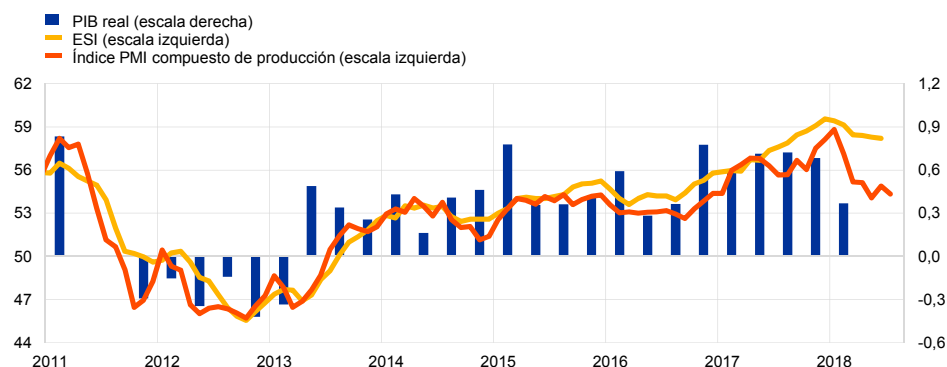
### 3 Actividad económica

**Aunque los últimos datos disponibles señalan una pérdida de impulso tras el crecimiento muy fuerte observado en 2017, se espera que el patrón de expansión sólida y generalizada continúe en la zona del euro.** El PIB real aumentó un 0,4 %, en tasa intertrimestral, en el primer trimestre de 2018, después de registrar un avance del 0,7 % en los cinco trimestres anteriores (véase gráfico 5). La demanda interna y la variación de existencias contribuyeron positivamente al resultado del primer trimestre, mientras que la demanda exterior neta tuvo un ligero efecto moderador sobre el avance del PIB. Aunque los indicadores económicos —y, especialmente, los resultados de las encuestas— se contrajeron durante la primera mitad de este año, se mantienen en niveles muy elevados. En conjunto, esta evolución sugiere que el crecimiento seguirá siendo vigoroso en el segundo y tercer trimestre del año. El reciente fortalecimiento del crecimiento ha coincidido con una reducción generalizada de su dispersión en los países de la zona del euro (véase recuadro 3).

#### Gráfico 5

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

(escala izquierda: índice de difusión; escala derecha: tasa de crecimiento intertrimestral)



Fuentes: Eurostat, Comisión Europea, Markit y BCE.

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

#### El crecimiento del empleo mantuvo su pujanza en el primer trimestre del año.

Ese trimestre, el empleo aumentó de nuevo, un 0,4 % en tasa intertrimestral, y se sitúa un 1,9 % por encima del máximo anterior a la crisis alcanzado en el primer trimestre de 2008. El empleo continúa creciendo en la mayoría de los países de la zona del euro y el avance es generalizado en los distintos sectores. Con este último incremento, el empleo en la zona del euro ha aumentado, en términos acumulados, en 8,4 millones de personas desde el mínimo registrado en el segundo trimestre de 2013. El fuerte incremento del empleo observado durante la expansión económica fue acompañado de un número prácticamente inalterado de las horas medias trabajadas, lo que sobre todo refleja el impacto de diversos factores estructurales (como la gran proporción de trabajadores a tiempo parcial sobre el empleo total). En el primer trimestre de 2018 se produjo un ligero descenso en las horas medias

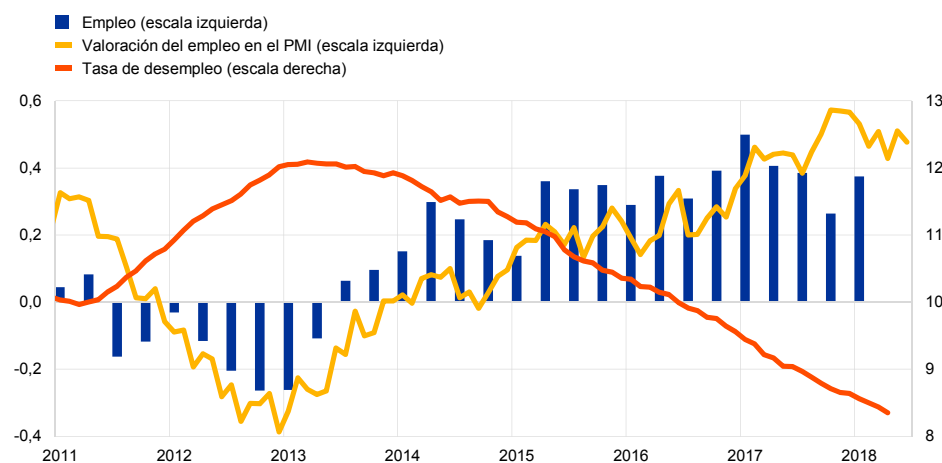
trabajadas, probablemente como consecuencia, al menos en parte, del impacto de algunos factores transitorios, como bajas por enfermedad y huelgas<sup>3</sup>.

**De cara al futuro, los indicadores de corto plazo apuntan a que el mercado de trabajo mantendrá su fortaleza en los próximos trimestres.** La tasa de paro de la zona del euro volvió a descender, hasta situarse en el 8,4 % en mayo (véase gráfico 6), el nivel más bajo observado desde diciembre de 2008. Al mismo tiempo, el indicador amplio de la infrautilización del trabajo también siguió reduciéndose<sup>4</sup>. Los indicadores de opinión han registrado cierta moderación desde niveles muy elevados, pero siguen señalando un crecimiento continuado del empleo en el segundo y tercer trimestre de 2018. En algunos países y sectores se observan más señales de escasez de mano de obra.

### Gráfico 6

#### Empleo en la zona del euro, valoración del empleo en el índice de directores de compras (PMI) y desempleo

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



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 primer trimestre de 2018 para el empleo, a julio de 2018 para el índice PMI y a mayo de 2018 para la tasa de desempleo.

#### El aumento de la renta de los hogares respaldó el crecimiento del consumo privado.

La tasa de crecimiento interanual de la renta real disponible de los hogares se incrementó hasta situarse en el 1,8 % en el primer trimestre de 2018, desde el 1,5 % registrado en el último trimestre de 2017. En el primer trimestre de 2018, el consumo privado aumentó un 0,5 %, en tasa intertrimestral, tras crecer a un ritmo más lento en el cuarto trimestre de 2017. Este resultado parece reflejar un fuerte avance del consumo de servicios, mientras que el de bienes se habría incrementado a un ritmo menor que en el último trimestre del año pasado. En términos interanuales, el consumo creció un 1,5 % en el primer trimestre de 2018, lo que representa una ligera mejora con respecto al cuarto trimestre del año pasado, en el que experimentó un alza del 1,4 %. La tasa de variación interanual del ahorro

<sup>3</sup> Véase el recuadro 2, titulado «La reciente desaceleración del crecimiento del producto de la zona del euro refleja factores cíclicos y transitorios», *Boletín Económico*, número 4, BCE, 2018.

<sup>4</sup> Véase el recuadro 3, titulado «Medidas del grado de holgura de la zona del euro», *Boletín Económico*, número 3, BCE, 2018.

aumentó entre el cuarto trimestre de 2017 y el primer trimestre de 2018. Sin embargo, la tasa de ahorro (expresada en media móvil de cuatro trimestres) se mantuvo prácticamente sin variación en el 12 % en el primer trimestre, algo por encima del mínimo del 11,9 % registrado en el tercer trimestre de 2017.

**Se espera que la mejora del empleo continúe sustentando el fuerte crecimiento del consumo privado.** Mientras que los datos recientes sobre el comercio minorista y las matriculaciones de automóviles apuntan a un crecimiento continuado, —aunque relativamente más lento—, del gasto en consumo en el segundo trimestre de este año, otros indicadores corroboran la idea de que el consumo continuó mostrando un sólido dinamismo. Los resultados de las encuestas más recientes señalan mejoras en el mercado de trabajo que deberían seguir impulsando la renta agregada y, por tanto, el gasto en consumo. El descenso de la tasa de paro aumenta no solo la renta de los que encuentran un nuevo empleo, sino también la renta futura esperada de los que ya están trabajando y afrontan un menor riesgo de desempleo. Además, la riqueza neta de los hogares siguió registrando tasas de crecimiento robustas en el primer trimestre de 2018, favoreciendo aún más el consumo privado. En conjunto, estos factores explican por qué la confianza de los consumidores se mantiene en niveles elevados próximos al máximo histórico alcanzado en mayo del año 2000. Para una descripción más completa de la evolución reciente del consumo, véase el artículo 3 en este Boletín Económico.

**Aunque el avance de la inversión se moderó en el primer trimestre de 2018, los indicadores de corto plazo siguen apuntando a un crecimiento vigoroso.** El incremento intertrimestral de la inversión (0,3 %) en el primer trimestre de este año tuvo su origen en un aumento, —del 1,3 %—, de la inversión en construcción, mientras que la inversión, excluida la construcción, se redujo en un 0,3 %. Este descenso reflejó fundamentalmente la caída de la inversión en maquinaria y en material de transporte. Por lo que se refiere al segundo trimestre de 2018, los indicadores de corto plazo señalan un crecimiento continuado, aunque algo más débil. Por ejemplo, en abril y mayo, los datos mensuales sobre la producción de bienes de equipo se situaron, en promedio, un 1 % por encima del nivel medio del primer trimestre del año, en el que registraron un descenso del 2,1 % en tasa intertrimestral. Además, las condiciones en el sector de bienes de equipo, como la estabilización de la utilización de la capacidad y del número de pedidos, así como la reducción de los niveles de confianza y de demanda —aunque siguen siendo elevados—, indican que, en conjunto, la inversión, excluida la construcción, seguirá creciendo. Por lo que respecta a la inversión en construcción, los datos mensuales de producción de la construcción hasta mayo apuntan a que, en el segundo trimestre de 2018, esta siguió creciendo, aunque se moderó. En general, los indicadores de opinión correspondientes al sector de la construcción confirman esta evolución.

**Se espera que la inversión siga creciendo a un ritmo sólido.** La inversión continúa viéndose respaldada por 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 primer trimestre de 2018, los márgenes empresariales (medidos como la ratio entre el excedente neto de explotación y el valor añadido) se mantienen próximos al

nivel más alto registrado desde principios de 2009. Asimismo, las expectativas de beneficios de las empresas cotizadas de la zona del euro siguen respaldando la inversión, aunque se han moderado ligeramente. 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 dinamismo de la inversión en construcción y vivienda puede estar desacelerándose, todavía es positivo. Se espera que el incremento de la renta disponible de los hogares y unas condiciones de concesión del crédito muy favorables continúen sosteniendo la demanda en la construcción.

**El crecimiento del comercio en la zona del euro siguió siendo moderado a principios del segundo trimestre de 2018.** Las exportaciones nominales de bienes de la zona del euro en abril y mayo confirman el débil ritmo de crecimiento observado en el primer trimestre, con una reducción intermensual del 0,6 %. Las exportaciones de bienes a países no pertenecientes a la zona del euro disminuyeron en prácticamente todos los destinos, sobre todo las dirigidas al Reino Unido. En abril, las importaciones en términos nominales de la zona del euro registraron un incremento intermensual del 1,5 % y en mayo permanecieron estables. Los indicadores de opinión sobre nuevos pedidos en el sector manufacturero mundial y en la zona del euro se mantuvieron básicamente estables en junio y apuntan a que las exportaciones de la zona continuarán moderándose en el próximo trimestre, mientras que los indicadores cuantitativos, como los nuevos pedidos en el citado sector fuera de la zona del euro, mostraron señales de mejora en abril y en mayo.

**En conjunto, los indicadores económicos más recientes sugieren que el crecimiento seguirá siendo sólido.** La producción industrial (excluida la construcción) experimentó un avance relativamente fuerte en mayo. Pese a ello, en abril y en mayo la producción se situó, en promedio, un 0,2 % por debajo del nivel observado en el primer trimestre de 2018, cuando se redujo un 0,6 % en tasa intertrimestral. Los últimos indicadores de opinión señalan que el crecimiento vigoroso continuará, aunque a un ritmo más lento que en 2017. El índice PMI compuesto de producción se situó, en promedio, en 54,7 en el segundo trimestre de 2018, frente a un valor de 57 en el primer trimestre, antes de disminuir ligeramente hasta situarse en 54,3 en julio de 2018. Al mismo tiempo, el indicador ESI de la Comisión Europea pasó de 114 en el primer trimestre a 112,5 en el segundo (véase gráfico 5). Tanto el ESI como el PMI permanecen muy por encima de sus respectivas medias de largo plazo.

**Esta moderación refleja un retroceso con respecto al elevado ritmo de crecimiento observado el año pasado y está relacionada sobre todo con el debilitamiento del comercio exterior, a lo que hay que sumar un aumento de la incertidumbre y algunos factores transitorios y de oferta a escala interna y global.** 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 recuperación mundial generalizada, que se espera que continúe, está proporcionando impulso a las exportaciones de la zona del euro. Los resultados de la última [encuesta a expertos en previsión económica del BCE](#), realizada a principios de julio, muestran que las previsiones del sector privado sobre el crecimiento del PIB se han revisado a la baja para 2018 y 2019 con respecto a la encuesta anterior, llevada a cabo a principios de abril. La cifra para 2020 no se modificó.

**Los riesgos para las perspectivas de crecimiento de la zona del euro aún pueden considerarse, en general, equilibrados.** La incertidumbre relacionada con factores globales, especialmente la amenaza del proteccionismo, sigue siendo elevada. Además, continúa siendo necesario vigilar el riesgo de persistencia de un alto grado de volatilidad en los mercados financieros.



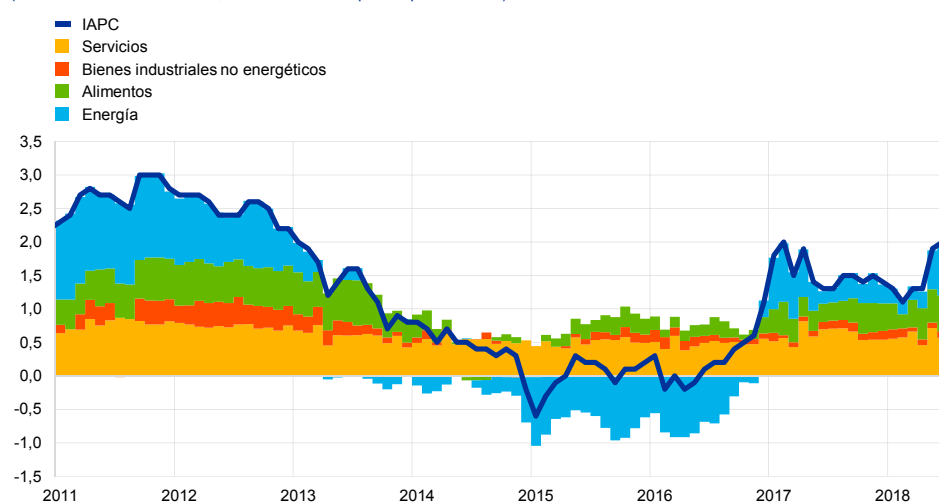
## 4 Precios y costes

**La inflación interanual de la zona del euro medida por el IAPC se incrementó hasta el 2 % en junio, desde el 1,9% registrado en mayo (véase gráfico 7).** Este incremento reflejó la mayor contribución de las tasas de variación de los precios de la energía, los alimentos y los bienes industriales no energéticos, que compensó la menor contribución de la de los precios de los servicios.

### Gráfico 7

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

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a junio de 2018.

**Los indicadores de la inflación subyacente se han mantenido, en general, contenidos, pero permanecen por encima de los mínimos registrados anteriormente.** La inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, descendió hasta situarse en el 0,9 % en junio, desde el 1,1 % registrado en mayo. Este descenso se debió, en parte, a los efectos retardados de las fechas de Semana Santa, que han contribuido significativamente a la volatilidad observada en esta medida de inflación desde marzo. Los indicadores de la inflación subyacente más robustos a los efectos de Semana Santa se han mantenido prácticamente estables en los últimos meses. Por ejemplo, la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía, los alimentos, y los servicios relacionados con turismo y viajes y los artículos de vestir —que son componentes volátiles—, permaneció sin variación, (en el 1 %), entre marzo y mayo, y se redujo ligeramente en junio, hasta situarse en el 0,9 %.

**Las presiones inflacionistas sobre el componente de bienes industriales no energéticos del IAPC siguieron siendo fuertes, observándose señales de más presiones al alza en las primeras fases del proceso de formación de precios.** La tasa de variación de los precios de producción de los bienes de consumo no alimenticio permaneció estable en el 0,5 % en mayo, sin cambios desde febrero de 2018. Es posible que esta resistencia a las presiones a la baja

derivadas de la acusada apreciación del euro en 2017 refleje el efecto compensador del aumento de las presiones de costes de origen interno y la mayor capacidad para fijar precios. También se aprecian tímidos indicios de más presiones al alza en las primeras fases de la cadena de formación de precios; por ejemplo, el crecimiento de los precios de importación de los bienes intermedios fue del 0,9 % en mayo, frente al -0,8 % registrado en abril. Asimismo, en los últimos meses, el índice de precios industriales (IPRI) mundial, excluido el sector energético, ha mejorado con respecto a su media histórica. En cuanto a los precios de consumo, el ritmo de avance del componente de bienes industriales no energéticos del IAPC se incrementó desde el 0,3 % de abril y mayo hasta el 0,4 % en junio.

**Datos recientes sobre el crecimiento de los salarios señalan que estos continuaron aumentando desde el mínimo alcanzado en el segundo trimestre de 2016.** El crecimiento de la remuneración por asalariado aumentó desde el 1,8 % del cuarto trimestre de 2017 hasta el 2 %<sup>5</sup> en el primer trimestre de 2018, lo que confirma la reciente tendencia al alza. Por su parte, los salarios negociados se incrementaron y registraron una tasa de avance del 1,8% en el primer trimestre de 2018, frente al 1,5 % del cuarto trimestre de 2017, y sustituyeron a la deriva salarial<sup>6</sup> como el principal factor determinante de la recuperación del crecimiento de los salarios reales. De cara al futuro, los convenios colectivos negociados recientemente y la generalización del crecimiento salarial en los distintos sectores refuerzan la expectativa de un nuevo repunte de los salarios. En conjunto, el reciente avance de los salarios está en consonancia con la mejora de las condiciones del mercado de trabajo, al empezar a desaparecer el impacto de otros factores que han lastrado su crecimiento, entre ellos, la baja inflación registrada anteriormente y la perduración de los efectos de las reformas laborales aplicadas en algunos países durante la crisis. Se espera que el mayor crecimiento de los salarios también se traduzca en presiones al alza sobre los precios (véase el recuadro titulado «El papel de los salarios en el repunte de la inflación» en este Boletín Económico).

**Los indicadores de mercado y de opinión relativos a las expectativas de inflación a más largo plazo se han mantenido básicamente sin cambios (véase gráfico 8).** El 25 de julio, el tipo *swap* de inflación a cinco años dentro de cinco años se situó en el 1,72 %. El perfil a futuro de los indicadores de mercado de las expectativas de inflación sigue 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. Los resultados de la encuesta del BCE a expertos en previsión económica (EPE) correspondiente al tercer trimestre de 2018 muestran unas expectativas de inflación media del 1,7 % en 2018, 2019 y 2020, lo que representa una revisión al alza para 2018 y 2019 en comparación con la encuesta anterior, atribuible a la evolución de los precios del petróleo. Según la EPE, las expectativas de inflación a más largo plazo para la zona del euro se mantuvieron estables en el 1,9 %.

<sup>5</sup> Datos revisados al alza desde el 1,9%.

<sup>6</sup> La deriva salarial es la diferencia entre el crecimiento de los salarios reales percibidos por los trabajadores y el de los salarios negociados.

## Gráfico 8

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



Fuentes: Encuesta a expertos en previsión económica (EPE) del BCE, proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro y Consensus Economics.

Notas: La encuesta EPE correspondiente al segundo trimestre de 2018 se realizó entre el 4 y el 10 de abril, y la correspondiente al tercer trimestre de 2018, entre el 2 y el 6 de julio. La curva implícita en los mercados se basa en la tasa de inflación a un año y en la tasa de inflación *forward* a un año dentro de un año, la tasa de inflación *forward* a un año dentro de dos años, la tasa de inflación *forward* a un año dentro de tres años y la tasa de inflación *forward* a un año dentro de cuatro años. Las últimas observaciones relativas a la inflación implícita en el mercado corresponden al 25 de julio de 2018. En la EPE correspondiente al segundo trimestre de 2018 la expectativa a más largo plazo se refería al año 2022, mientras que en la del tercer trimestre hacía referencia a 2023.

### Los precios de los inmuebles residenciales en la zona del euro continuaron

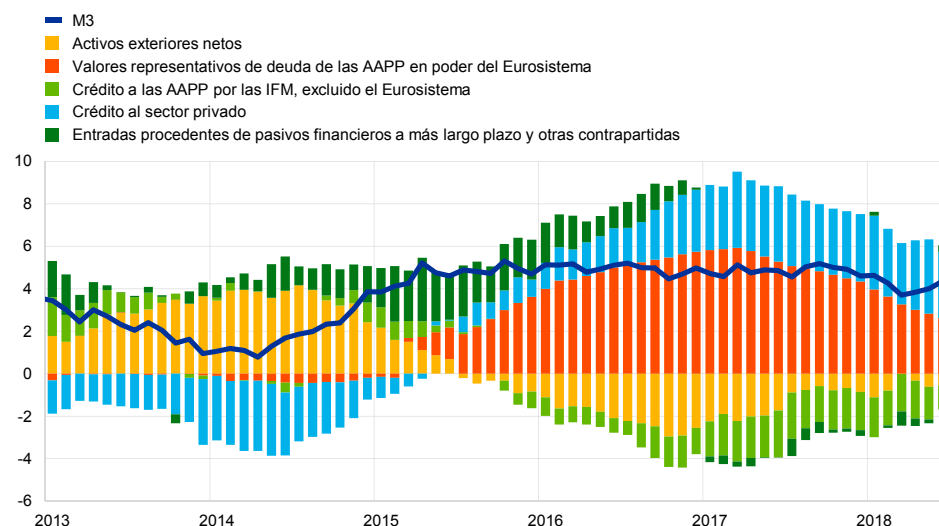
**aumentando en el primer trimestre de 2018.** Según el índice de precios de inmuebles residenciales del BCE, los precios de la vivienda en la zona del euro se incrementaron un 4,1 %, en términos interanuales, en el primer trimestre de 2018, frente al 3,9 % registrado en el trimestre anterior, lo que confirma un nuevo fortalecimiento y una mayor generalización del ciclo de precios de la vivienda.

## 5 Dinero y crédito

**El crecimiento del agregado monetario amplio se incrementó en junio.** La tasa de crecimiento interanual de M3 aumentó hasta el 4,4 %, desde el 4 % observado en mayo, tras desacelerarse gradualmente entre septiembre de 2017, cuando registró su último máximo (5,2 %), y marzo de 2018 (3,7 %) (véase gráfico 9). El impacto de las medidas de política monetaria del BCE, la sólida expansión económica y el bajo coste de oportunidad de mantener los depósitos más líquidos continuaron respaldando el crecimiento. En consecuencia, M1 siguió siendo el componente que más contribuyó al avance de M3 y registró una tasa de crecimiento interanual del 7,4 % en junio, después de experimentar un incremento sustancial, —de 0,5 puntos porcentuales—, hasta situarse en el 7,5 % en mayo.

**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 financieras 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 Eurosistema adquiridos en el marco del programa de compras de bonos corporativos (CSPP, en sus siglas en inglés). La última observación corresponde a junio de 2018.

**La creación de dinero en sentido amplio en la zona del euro parece estar adquiriendo gradualmente un carácter más autosostenido.** Desde la perspectiva de las contrapartidas, aunque las adquisiciones de deuda pública por parte del Eurosistema en el marco del programa de compras de valores públicos siguieron siendo las que más impulsaron el crecimiento interanual de M3, su contribución ha disminuido (véase la parte de color rojo de las barras del gráfico 9). Esto es consecuencia de la reducción de las compras netas mensuales efectuadas por el Eurosistema en el contexto de su programa de compra de activos, de 60 mm de euros a 30 mm de euros, en enero de 2018. La menor contribución al crecimiento de M3 de las adquisiciones de activos por parte del Eurosistema se vio compensada por un aumento moderado de la del crédito al sector privado observado desde finales de 2017 (véase la parte de color azul de las barras del gráfico 9). Esta contrapartida incluye tanto los préstamos otorgados

por las instituciones financieras monetarias (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 programa de compras de bonos corporativos. En cambio, las ventas de deuda pública por parte de IFM de la zona, excluido el Eurosistema, frenaron el crecimiento de M3 (véase la parte de color verde claro de las barras del gráfico 9). Por último, la contribución interanual del sector exterior continuó siendo marginalmente negativa, pese a que en junio se registró una entrada mensual que probablemente reflejó adquisiciones netas de deuda pública de la zona del euro por no residentes en la zona (véase la parte de color amarillo de las barras del gráfico 9).

**La recuperación del crecimiento de los préstamos prosigue.** La tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las IFM al sector privado (ajustados de titulaciones, otras transferencias y centralización nocional de tesorería [*notional cash pooling*]) aumentó hasta el 3,5 % en junio, desde el 3,3 % registrado en mayo (véase gráfico 10). Esta evolución estuvo impulsada por los préstamos otorgados a las sociedades no financieras, cuya tasa de crecimiento interanual avanzó hasta el 4,1 %, desde el 3,7 % de mayo. Mientras, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a hogares se mantuvo estable, en el 2,9 %, sin variación desde diciembre de 2017. Más concretamente, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda ha permanecido en niveles moderados desde una perspectiva histórica. Aunque el crecimiento de estos préstamos, que suele expresarse en términos netos, se ha visto frenado por las amortizaciones de préstamos resultantes del período de auge que se produjo en los mercados hipotecarios antes de la crisis financiera, la concesión de nuevos préstamos se ha incrementado (véase el recuadro titulado «Evolución de la concesión de préstamos hipotecarios en la zona del euro» en este Boletín Económico).

La recuperación del crecimiento de los préstamos se ha visto favorecida por 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 de 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 (NPL, en sus siglas en inglés) sigue siendo elevado en algunos países y puede limitar la concesión de crédito<sup>7</sup>.

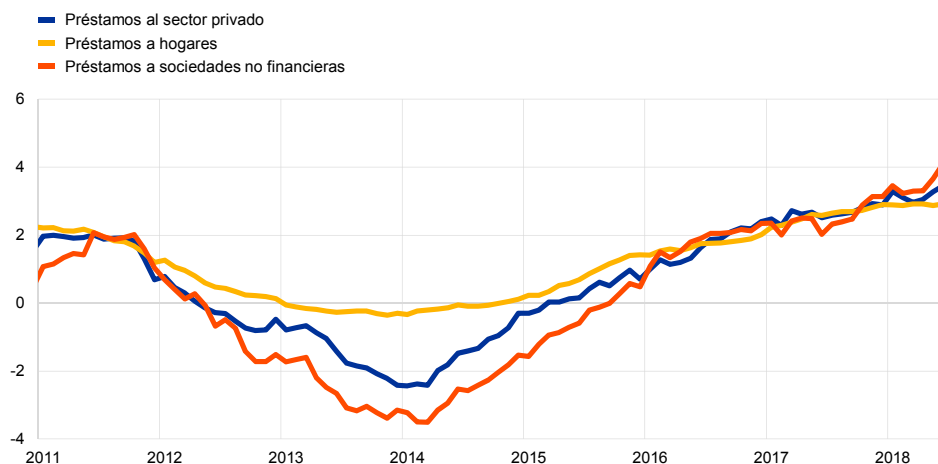
---

<sup>7</sup> Véase también la sección 3 del informe *Financial Stability Review*, BCE, mayo de 2018.

## Gráfico 10

### Préstamos al sector privado

(tasa de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

Notas: Préstamos ajustados de titulizaciones, otras transferencias y centralización nacional de tesorería (*notional cash pooling*). La última observación corresponde a junio de 2018.

**La encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de julio de 2018 sugiere que el crecimiento de los préstamos continuó estando respaldado por la relajación de los criterios de aprobación y por el incremento de la demanda en todas las categorías de préstamos en el segundo trimestre de 2018.** Según las entidades de crédito participantes en la encuesta, las presiones competitivas y la menor percepción de riesgos relacionada con la solidez del crecimiento económico actual, así como la mejora de la solvencia de los prestatarios, fueron importantes determinantes de la relajación neta de los criterios de aprobación. Las entidades también señalaron un aumento de la demanda neta en todas las categorías de préstamos. El bajo nivel general de los tipos de interés, las existencias y el capital circulante, las fusiones y adquisiciones, las favorables perspectivas del mercado de la vivienda y la confianza de los consumidores fueron destacados factores que impulsaron la demanda de préstamos. Según los resultados de una nueva pregunta sobre el impacto de los ratios de NPL en las políticas crediticias de los bancos, las entidades de la zona que participaron en la encuesta indicaron que dichos ratios habían contribuido a un endurecimiento de los criterios de aprobación y de las condiciones aplicadas en todas las categorías de préstamos en los seis meses anteriores. No obstante, en general, la contribución de este impacto al endurecimiento ha disminuido con respecto al observado entre 2014 y 2017, en consonancia con la evolución de los préstamos dudosos, y se espera que continúe reduciéndose en los seis próximos meses. En los seis meses previos, los ratios de NPL de las entidades de crédito afectaron a las políticas de concesión de créditos principalmente a través de su efecto sobre la percepción de riesgos, la tolerancia al riesgo y el coste por operaciones de saneamiento de los balances.

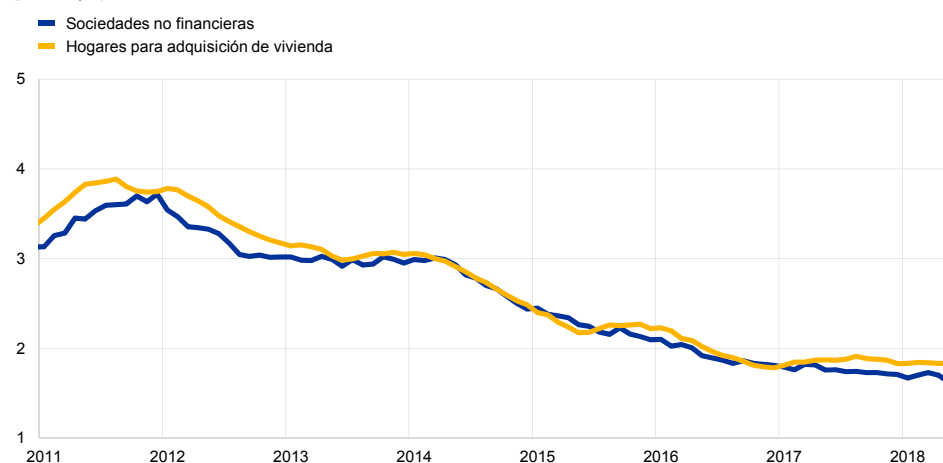
**Los tipos de interés del crédito bancario concedido a las sociedades no financieras alcanzaron un nuevo mínimo histórico.** En mayo de 2018, el tipo de interés sintético de los préstamos bancarios otorgados a las sociedades no financieras volvió a descender hasta alcanzar un nuevo mínimo histórico (1,62 %).

Ese mes, el tipo de interés sintético de los préstamos para adquisición de vivienda se mantuvo estable en el 1,83 %, ligeramente por encima del mínimo histórico del 1,78 % registrado 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 sustancialmente y en mayor medida que los tipos de interés de referencia del mercado desde que el BCE anunció medidas de expansión crediticia en junio de 2014. La reducción de los tipos de los préstamos bancarios otorgados a las sociedades no financieras, así como los de los concedidos a las pequeñas empresas (asumiendo que los créditos de hasta 250.000 euros se otorgan sobre todo a pequeñas empresas), fue especialmente significativa en los países de la zona del euro más expuestos a la crisis financiera, lo que indica una transmisión más homogénea de la política monetaria a los tipos de interés de los préstamos bancarios en toda la zona y en los distintos tipos de empresas.

### Gráfico 11

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

(porcentajes)



Fuente: BCE.

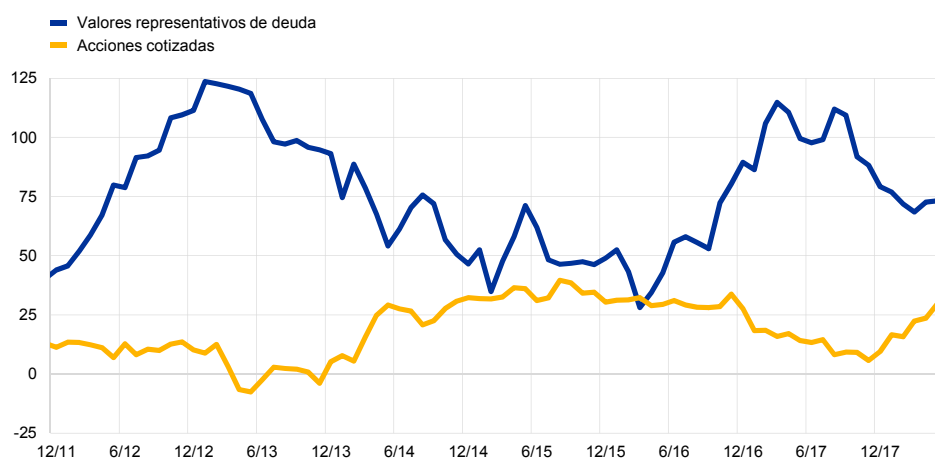
Notas: Los tipos de interés sintéticos de los préstamos bancarios se calculan agregando los tipos a corto y a largo plazo, utilizando una media móvil de 24 meses del volumen de nuevas operaciones. La última observación corresponde a mayo de 2018.

**Se estima que la emisión neta de valores representativos de deuda por parte de las sociedades no financieras de la zona del euro volvió a aumentar en el segundo trimestre de 2018.** Los datos del BCE más recientes señalan que, en términos netos, los flujos totales de valores representativos de deuda emitidos por las sociedades no financieras en abril y mayo de 2018 continuaron siendo elevados y acordes con los niveles mensuales registrados, en promedio, en el primer trimestre del año (véase gráfico 12). Los datos de mercado apuntan a que la actividad emisora de este tipo de valores volvió a fortalecerse en junio de 2018. La emisión neta de acciones cotizadas por parte de las sociedades no financieras fue positiva en abril y mayo, y alcanzó cotas equivalentes a la emisión total de acciones cotizadas en el primer trimestre de 2018.

## Gráfico 12

Emisión neta de valores representativos de deuda y acciones cotizadas por parte de sociedades no financieras de la zona del euro

(flujos interanuales en mm de euros)



Fuente: BCE.

Notas: Cifras mensuales basadas en un período móvil de doce meses. La última observación corresponde a mayo de 2018.

### Según las estimaciones, los costes de financiación de las sociedades no financieras de la zona del euro se redujeron marginalmente en el segundo trimestre de 2018.

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, descendió ligeramente, hasta situarse en torno al 4,5 % al final del segundo trimestre de 2018 y algo más en julio. 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. En cuanto a los componentes del coste de financiación, en el segundo trimestre de 2018, el coste de las acciones experimentó un leve retroceso y el de los valores representativos de deuda, expresado como la media ponderada del coste de la financiación bancaria y del coste de la financiación mediante valores de renta fija, se mantuvo prácticamente estable. Más recientemente, la ligera reducción que, según las estimaciones, registró el coste de financiación en julio de 2018 se considera reflejo de cierta moderación del coste de las acciones y, en menor medida, del de los valores de renta fija.