

# Evolución económica y monetaria

## Rasgos básicos

**En su reunión de política monetaria del 13 de septiembre, el Consejo de Gobierno concluyó que los datos más recientes, incluidas las proyecciones de los expertos del BCE de septiembre de 2018, confirman, en líneas generales, su valoración anterior de una expansión generalizada y sostenida de la economía de la zona del euro y de un aumento gradual de la inflación.** La fortaleza subyacente de la economía sigue respaldando la confianza del Consejo de Gobierno en que la convergencia sostenida de la inflación hacia su objetivo continuará y que se mantendrá incluso después de la eliminación gradual de las compras netas de activos. Al mismo tiempo, las incertidumbres relacionadas con el creciente proteccionismo, las vulnerabilidades en los mercados emergentes y la volatilidad de los mercados financieros han adquirido mayor relevancia recientemente. Por lo tanto, sigue siendo necesario un estímulo monetario significativo que respalde un mayor aumento de las presiones inflacionistas internas y la evolución de la inflación general a 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 las indicaciones más detalladas sobre la evolución futura de los tipos de interés oficiales del BCE (*forward guidance*) que ofrezca el Consejo de Gobierno. En cualquier caso, el Consejo de Gobierno está preparado para ajustar todos sus instrumentos de la manera adecuada, con el fin de asegurar que la inflación continúe avanzando de forma sostenida hacia su objetivo.

## Análisis económico y monetario en el momento de la reunión del Consejo de Gobierno del 13 de septiembre de 2018

**Aunque el ritmo de expansión de la economía mundial se mantuvo sostenido en el primer semestre de 2018, se espera una moderación del dinamismo.** Las economías avanzadas siguen beneficiándose de unas políticas monetarias acomodaticias y de las medidas de estímulo fiscal en Estados Unidos, mientras que en los países exportadores de materias primas la actividad también se ha visto impulsada por la recuperación de los precios de estas materias el año pasado. No obstante, se ha observado un endurecimiento de las condiciones financieras, en particular en algunos mercados emergentes. Además, el crecimiento del comercio mundial se ha desacelerado y la incertidumbre acerca de las relaciones comerciales futuras se ha incrementado. A medio plazo, se espera que la actividad económica global avance a un ritmo próximo al crecimiento potencial, dado que las brechas de producción ya se han cerrado o se están cerrando en la mayoría de las economías avanzadas. Se prevé que las presiones inflacionistas globales aumenten poco a poco a medida que disminuya la capacidad productiva sin utilizar.

**En los mercados financieros, los tipos de interés libres de riesgo a largo plazo de la zona del euro prácticamente no han variado desde la reunión del Consejo de Gobierno de junio de 2018.** Los diferenciales de la deuda soberana han mostrado volatilidad, en un contexto de continua incertidumbre política en Italia. Aunque los beneficios empresariales mantienen su solidez, los precios de las acciones y de los bonos de las instituciones financieras de la zona del euro se han reducido, en un entorno de incertidumbre geopolítica y de creciente volatilidad en algunos mercados emergentes. En los mercados de divisas, el tipo de cambio efectivo del euro se ha fortalecido en general.

**Los últimos indicadores económicos y resultados de encuestas publicados confirman el crecimiento generalizado y sostenido de la economía de la zona del euro, a pesar de una ligera moderación tras la fuerte expansión observada en 2017.** En términos intertrimestrales, el PIB real de la zona del euro aumentó un 0,4 % en el segundo trimestre de 2018, la misma tasa que en el trimestre anterior. Las medidas de política monetaria del BCE siguen 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 los salarios. La inversión empresarial se ve propiciada por unas condiciones de financiación favorables, la mejora de la rentabilidad de las empresas y la fortaleza de la demanda. La inversión en vivienda sigue siendo sólida. Asimismo, se espera que la expansión de la actividad mundial continúe y apunte a las exportaciones de la zona del euro.

**Las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de septiembre de 2018 prevén un crecimiento anual del PIB real del 2 % en 2018, el 1,8 % en 2019 y el 1,7 % en 2020.** En comparación con las proyecciones macroeconómicas del Eurosistema de junio de 2018, las perspectivas de crecimiento del PIB real se han revisado ligeramente a la baja para 2018 y 2019, debido principalmente a una contribución menor de la demanda externa. Aunque los riesgos relacionados con el aumento del proteccionismo, las vulnerabilidades en los mercados emergentes y la volatilidad de los mercados financieros han adquirido mayor relevancia recientemente, los riesgos para las perspectivas de crecimiento de la zona del euro aún pueden considerarse, en general, equilibrados.

**Según la estimación de avance de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro se situó en el 2 % en agosto de 2018, frente al 2,1 % de julio.** 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 a los niveles actuales durante el resto del año. Aunque los indicadores de la inflación subyacente se mantienen, en general, contenidos, han aumentado desde los mínimos observados anteriormente. Las presiones de costes de origen interno están intensificándose y generalizándose en un contexto de elevada utilización de la capacidad productiva y de tensiones en los mercados de trabajo, que están impulsando el crecimiento de los salarios. Se espera que la inflación subyacente repunte hacia finales de año y que, a partir de entonces, se incremente de forma gradual en el medio plazo, respaldada por las medidas de

política monetaria del BCE, la continuación de la expansión económica y el mayor crecimiento de los salarios.

**En general, este análisis se refleja también en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de septiembre de 2018, que sitúan la inflación interanual medida por el IAPC en el 1,7 % en 2018, 2019 y 2020.** Las perspectivas de inflación medida por el IAPC no han variado con respecto a las proyecciones macroeconómicas del Eurosistema de junio de 2018. Se prevé que la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, avance gradualmente y pase del 1,1 % en 2018 al 1,5 % en 2019 y al 1,8 % en 2020.

**A tenor de las proyecciones, la orientación general de la política fiscal de la zona del euro será básicamente neutral en 2018, ligeramente expansiva en 2019 y de nuevo prácticamente neutral en 2020.** En conjunto, se espera que el déficit presupuestario de la zona del euro siga reduciéndose durante el horizonte de proyección, debido principalmente a las condiciones cíclicas favorables y a la disminución de los pagos por intereses. Aunque la deuda pública en relación con el PIB de la zona del euro continuará descendiendo, se mantendrá en niveles elevados.

**El crecimiento del agregado monetario amplio (M3) se moderó en el contexto de la reducción de las adquisiciones netas mensuales realizadas en el marco del programa de compra de activos (APP, por sus siglas en inglés).** La tasa de crecimiento de M3 se situó en el 4 % en julio de 2018, frente al 4,5 % registrado en junio. Aparte de una ligera volatilidad de los flujos mensuales, el avance de M3 se sustenta cada vez más en la creación de crédito bancario. El agregado monetario estrecho (M1) continuó siendo el componente que más contribuyó al crecimiento del agregado monetario amplio. La recuperación del crecimiento de los préstamos al sector privado observada desde principios de 2014 prosigue. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a las sociedades no financieras se situó en el 4,1 % en julio de 2018, mientras que la de los préstamos a hogares fue del 3 %, en ambos casos sin variación con respecto a junio. La transmisión de las medidas de política monetaria puestas en marcha desde junio de 2014 sigue respaldando sustancialmente las condiciones de financiación de las empresas y de los hogares, el acceso a la financiación —en particular de las pequeñas y medianas empresas— y el flujo de crédito en el conjunto de la zona del euro. El flujo total de la financiación externa de las sociedades no financieras de la zona del euro aumentó considerablemente en el segundo trimestre de 2018.

## Decisiones de política monetaria

**Sobre la base de su análisis económico y monetario periódico, el Consejo de Gobierno adoptó las siguientes decisiones.** En primer lugar, 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 convergencia sostenida y continuada de la inflación hacia niveles inferiores,

aunque próximos, al 2 % a medio plazo. En segundo lugar, el Consejo de Gobierno seguirá realizando adquisiciones netas en el marco del APP al ritmo actual de 30 mm de euros mensuales hasta el final de septiembre de 2018. Después de esa fecha, el ritmo mensual de las compras netas de activos se reducirá a 15 mm de euros hasta el final de diciembre de 2018. El Consejo de Gobierno anticipa que, siempre que los nuevos datos confirmen sus perspectivas de inflación a medio plazo, las compras netas cesarán entonces. En tercer lugar, 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.

## 1 Entorno exterior

*Aunque el ritmo de expansión de la economía mundial se mantuvo sostenido en el primer semestre de 2018, se espera una moderación del dinamismo en un contexto de aumento de los riesgos e incertidumbres relacionados con el creciente proteccionismo, las vulnerabilidades en las economías emergentes y volatilidad de los mercados financieros. Las economías avanzadas siguen beneficiándose de unas políticas monetarias acomodaticias y de las medidas de estímulo fiscal en Estados Unidos, mientras que en los países exportadores de materias primas la actividad también se ha visto impulsada por la recuperación de los precios de estas materias el año pasado. No obstante, se ha observado un endurecimiento de las condiciones financieras, en particular en algunos mercados emergentes. Además, el crecimiento del comercio mundial se ha desacelerado y la incertidumbre acerca de las relaciones comerciales futuras se ha incrementado. A medio plazo se espera que la actividad económica global avance a un ritmo próximo al crecimiento potencial. Las brechas de producción ya se han cerrado o se están cerrando en la mayoría de las economías avanzadas, el respaldo de las políticas se reducirá gradualmente y China se encuentra en una fase de transición hacia una senda de menor crecimiento. Se prevé que las presiones inflacionistas globales aumenten poco a poco a medida que disminuya la capacidad productiva sin utilizar. Los riesgos para la actividad mundial están sesgados a la baja.*

### Actividad económica y comercio mundiales

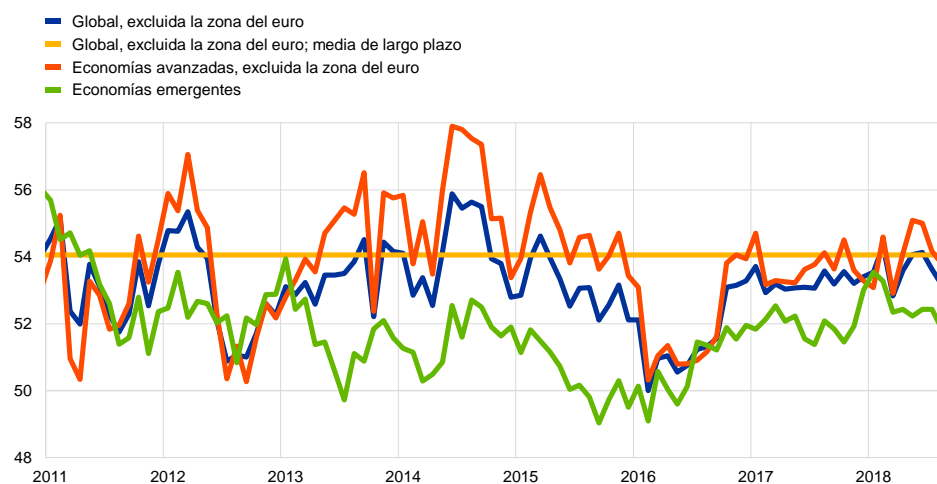
**Pese a los crecientes riesgos e incertidumbres, la economía mundial continuó expandiéndose a un ritmo sostenido en el primer semestre de 2018.** Después de moderarse en el primer trimestre, el crecimiento de la actividad repuntó con fuerza en el segundo trimestre en Estados Unidos y en Japón. El crecimiento del PIB también registró una modesta recuperación en el Reino Unido. En las economías emergentes, la actividad se vio favorecida por la expansión rápida y sostenida de India y de China. El dinamismo económico se reavivó en Rusia en el primer semestre de este año, estimulado por la subida de los precios del petróleo, pero se debilitó en Brasil, donde las perturbaciones asociadas a las huelgas y la incertidumbre política afectaron negativamente a la confianza.

**Las encuestas indican que el dinamismo de la actividad mundial podría moderarse ligeramente.** La producción mundial de manufacturas ha disminuido en los últimos meses, y el índice de directores de compras (PMI) compuesto global de producción, excluida la zona del euro, retrocedió levemente y se situó por debajo de su media de largo plazo en agosto (véase gráfico 1). Sin embargo, los indicadores de confianza de los consumidores siguen siendo particularmente optimistas, pese a los descensos recientes.

## 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 agosto de 2018. La «media de largo plazo» se refiere al período comprendido entre enero de 1999 y agosto de 2018.

### Es probable que las nuevas subidas de los aranceles y la incertidumbre sobre las relaciones comerciales futuras afecten al dinamismo económico mundial más adelante.

En los tres últimos meses, Estados Unidos ha aprobado nuevos aumentos de los aranceles. Las exenciones que protegieron inicialmente a la UE, Canadá y México de los incrementos arancelarios sobre las importaciones de acero y de aluminio dejaron de tener efecto en junio. Los países afectados han anunciado la adopción de medidas de represalia. Por otra parte, los aranceles introducidos en virtud del artículo 301 de la Ley de Comercio Exterior de 1974 de Estados Unidos (1974 US Trade Act) con el fin de abordar la preocupación sobre las transferencias de tecnología a China entraron en vigor en julio y en agosto, y afectaron a exportaciones de este país a Estados Unidos por un valor total de 50 mm de dólares estadounidenses. China respondió elevando los aranceles a las exportaciones estadounidenses por un importe similar. Aunque los aranceles aplicados hasta ahora afectan a una proporción relativamente reducida del comercio mundial, las tensiones comerciales son considerables, lo que ha acrecentado la incertidumbre en torno a las perspectivas. Las relaciones comerciales entre estos dos países continúan siendo tensas, y la Administración estadounidense está preparando una lista de productos importados de China por valor de otros 200 mm de dólares que se incluirían en una segunda ronda de aranceles. El anuncio de esta medida era inminente cuando se celebró la reunión del Consejo de Gobierno de septiembre<sup>1</sup>. Estados Unidos también ha iniciado una investigación sobre las importaciones de automóviles y componentes con el fin de determinar sus implicaciones para la seguridad nacional.

<sup>1</sup> Desde de la reunión del Consejo de Gobierno del 13 de septiembre, la Administración estadounidense ha anunciado la imposición de aranceles adicionales a exportaciones chinas a EEUU por valor de 200 mm de dólares y China ha reaccionado anunciando la aplicación de nuevos aranceles por importe de 60 mm de dólares a exportaciones estadounidenses, con efecto a partir del 24 de septiembre de 2018 en ambos casos.

**La preocupación en torno al comercio, junto con la progresiva normalización de las políticas monetarias en las economías avanzadas y la incertidumbre sobre las políticas en algunas economías emergentes han provocado un aumento de las tensiones en los mercados financieros en los últimos meses.**

En Estados Unidos ha continuado la progresiva normalización de la política monetaria: tras la subida de los tipos de interés en junio de 2018, la curva de futuros sobre fondos federales sugiere que los mercados anticipan nuevos incrementos de los tipos en los próximos meses. El aumento de los tipos de interés, unido a la mayor fortaleza del dólar, contribuyó a un cierto endurecimiento de las condiciones financieras en las economías emergentes en los primeros meses del verano. En algunas de estas economías se han registrado tensiones graves, en particular en Argentina y en Turquía, que son reflejo de las dudas acerca de la credibilidad de sus políticas y sus considerables necesidades de financiación externa. Aunque los acusados niveles de volatilidad acusada se han limitado a estos países, se han observado algunos efectos de contagio a otros países emergentes vulnerables en forma de aumentos de los diferenciales de deuda soberana y de presiones sobre sus monedas.

**A corto plazo se espera una moderación del dinamismo de la economía mundial.** Las economías avanzadas siguen beneficiándose de unas políticas monetarias acomodaticias. El considerable estímulo fiscal en Estados Unidos también dará impulso al crecimiento global. Además, la subida de los precios del petróleo ha contribuido a estabilizar la inversión en muchas economías exportadoras de esta materia prima. Con todo, se prevé que la desaceleración del comercio mundial y la creciente incertidumbre sobre las relaciones comerciales futuras afecten a la confianza y a la inversión, así como que el endurecimiento de las condiciones financieras observado en algunas economías emergentes en los últimos meses lastre también el dinamismo global.

**A medio plazo se espera que la actividad económica mundial avance a un ritmo próximo al crecimiento potencial.** Las brechas de producción ya se han cerrado en muchas economías avanzadas. Asimismo, el respaldo de las políticas disminuirá gradualmente. La transición de China hacia una senda de menor crecimiento, menos dependiente del crédito y del estímulo fiscal, también afectará a la demanda mundial. Por otro lado, la estabilización de las perspectivas en las economías emergentes favorecerá en cierta medida la actividad mundial más adelante. A medio plazo se prevé que el ritmo de expansión global se establezca en tasas inferiores a las registradas antes de la crisis.

**En cuanto a la evolución de los distintos países, en Estados Unidos se espera que la actividad continúe siendo vigorosa este año.** Las tensiones observadas en el mercado de trabajo, con unos niveles de desempleo en mínimos históricos, una tasa de actividad estable y una tendencia al alza del crecimiento de los salarios, deberían sustentar las rentas y el gasto de los hogares, mientras que los sólidos beneficios empresariales y las condiciones financieras todavía favorables deberían impulsar la inversión. Se prevé que el estímulo fiscal procedente de las reformas tributarias y el aumento del gasto respalden las perspectivas de crecimiento este año y el siguiente, antes de desaparecer en 2020.

**En Japón se prevé una desaceleración gradual de la expansión económica.**

Aunque la actividad debería beneficiarse de la orientación acomodaticia de la política monetaria, se espera que la desaparición progresiva del estímulo fiscal y las crecientes limitaciones de capacidad lastren el crecimiento. Los salarios están aumentando moderadamente en un contexto de tensionamiento del mercado de trabajo, lo que debería favorecer el gasto de los hogares. No obstante, las proyecciones apuntan a que la inflación se mantendrá por debajo del objetivo del 2 % fijado por el Banco de Japón.

**En el Reino Unido, las perspectivas señalan un crecimiento moderado en un contexto en el que la demanda interna sigue siendo débil.**

La disminución de la inflación debería favorecer el consumo privado, pese a las inciertas perspectivas económicas. Sin embargo, se espera que, mientras tanto, la incertidumbre asociada a las negociaciones sobre el Brexit afecte a la inversión.

**En los países de Europa Central y Oriental se prevé que el crecimiento del PIB siga siendo vigoroso en el corto plazo.**

La actividad se está viendo respaldada por la solidez de la inversión vinculada a los fondos de la UE, por la fortaleza del gasto en consumo y por las mejoras observadas en los mercados de trabajo. A medio plazo se espera que la actividad se ralentice y se aproxime a su potencial.

**En cuanto a China, datos recientes indican que la actividad se ralentizará en el corto plazo.**

La desaceleración del mercado de la vivienda y los efectos retardados del anterior endurecimiento de las condiciones financieras pueden lastrear el crecimiento, al tiempo que se espera que la subida de los aranceles impuesta por Estados Unidos afecte al comercio. Con todo, la orientación acomodaticia de la política monetaria y algo de apoyo fiscal deberían contribuir a sostener el crecimiento de la actividad en el corto plazo. A medio plazo se considera que el avance continuado de las reformas estructurales produciría una desaceleración ordenada y un cierto reequilibrio de la economía china.

**En los grandes países exportadores de materias primas se prevé un moderado fortalecimiento de la actividad económica.**

En Rusia, las perspectivas se apoyan en la subida de los precios del petróleo este año, en una inflación relativamente reducida y en la mejora de la confianza de las empresas y de los consumidores. Por otra parte, es probable que las recientes sanciones impuestas por Estados Unidos lastren el crecimiento en el corto plazo, debido al aumento de la incertidumbre política. A medio plazo se espera que la actividad económica experimente una expansión moderada en un entorno de difícil situación empresarial, de debilidad de la inversión en capital fijo y de ausencia de reformas estructurales, lo que está afectando adversamente al potencial de crecimiento de este país. En Brasil, las perspectivas a corto plazo se ven afectadas por la incertidumbre política y las perturbaciones derivadas de las huelgas. No obstante, a más largo plazo, la mejora del mercado laboral y la continuación de la orientación acomodaticia de la política monetaria deberían favorecer el consumo, dado que las presiones inflacionistas se mantienen contenidas.

**Se espera que Turquía acometa un difícil ajuste en los próximos meses.**

El rápido crecimiento económico registrado el año pasado ha generado un recalentamiento considerable de su economía. La reciente depreciación de la

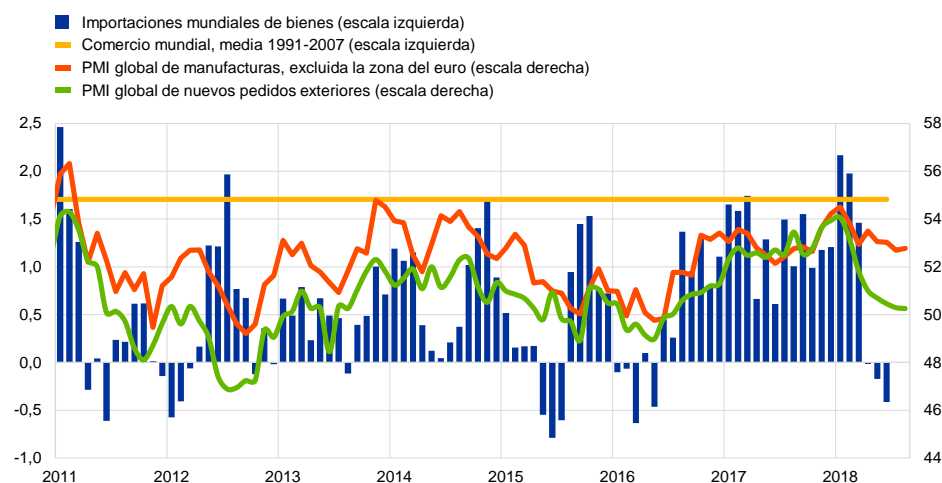


moneda, en un contexto de salidas de capitales y de fuertes presiones inflacionistas, apunta a un rápido deterioro del entorno económico. Los indicadores ya señalan una moderación de la actividad, que se prevé que se agudice en el corto plazo.

**Después de registrar un fuerte crecimiento en 2017, los indicadores de comercio mundial apuntan a una desaceleración en el primer semestre de este año.** Según datos del CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis, el volumen de importaciones de bienes cayó un 0,4 % en junio (en tasa intertrimestral). El panorama de moderación del comercio mundial es acorde con otros indicadores (véase gráfico 2).

### Gráfico 2 Comercio mundial de bienes

(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 agosto de 2018 (PMI global de manufacturas y PMI global de nuevos pedidos exteriores) y a junio de 2018 (comercio).

**A corto plazo se espera que el comercio mundial siga falto de dinamismo.** Se prevé que el aumento del proteccionismo repercuta negativamente en las perspectivas del comercio. Los aranceles aplicados hasta ahora afectan a una proporción relativamente pequeña del comercio mundial. No obstante, aunque los efectos directos sobre el comercio de las subidas arancelarias son escasos en la mayoría de los países, han incrementado la preocupación acerca de las perspectivas generales de las políticas comerciales y de la economía global. Se espera que la incertidumbre sobre las relaciones comerciales futuras tenga un impacto sobre la confianza y la inversión, que también influirá negativamente en las perspectivas del comercio mundial. A medio plazo se prevé que el comercio global avance, en general, en línea con la actividad.

**En general, se prevé que el crecimiento mundial se desacelere a lo largo del horizonte de proyección.** Según las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de septiembre de 2018, el crecimiento mundial del PIB real (excluida la zona del euro) se incrementará hasta el 3,9 % en 2018 y posteriormente descenderá hasta situarse en el 3,7 % en 2019 y 2020. La trayectoria que marcan las proyecciones refleja la esperada ralentización de la actividad a corto plazo en

algunas economías emergentes, dado que las condiciones financieras se han endurecido. A más largo plazo se proyecta que la expansión se desacelere en las economías avanzadas y se aproxime al crecimiento potencial. Al mismo tiempo, se espera una moderación progresiva del ritmo de expansión en China. El crecimiento de la demanda externa de la zona del euro se situaría en el 4,1 % en 2018 y se reduciría hasta el 3,6 % en 2019 y 2020. En comparación con las proyecciones de junio de 2018, el avance del PIB mundial se ha revisado a la baja para 2018 y 2019, reflejando el deterioro de las perspectivas en algunas economías emergentes. El crecimiento de la demanda externa de la zona del euro también se ha revisado a la baja, debido a la pérdida de impulso observada en los datos sobre comercio, así como a los efectos de las previsiones de debilitamiento de la actividad.

**El balance de riesgos para la actividad mundial está sesgado a la baja.** Por lo que respecta a los riesgos al alza, el paquete de medidas fiscales de Estados Unidos podría tener un impacto mayor de lo previsto sobre la actividad. Sin embargo, a corto plazo, las perspectivas de un mayor proteccionismo comercial siguen siendo elevadas, lo que podría afectar de forma significativa a la actividad y al comercio mundiales. Otros riesgos a la baja están relacionados con la posibilidad de que se produzca un nuevo endurecimiento de las condiciones financieras a escala global, especialmente en las economías emergentes, con perturbaciones asociadas al proceso de reformas en China, y con la incertidumbre geopolítica relacionada, en particular, con los riesgos del Brexit.

## Evolución mundial de los precios

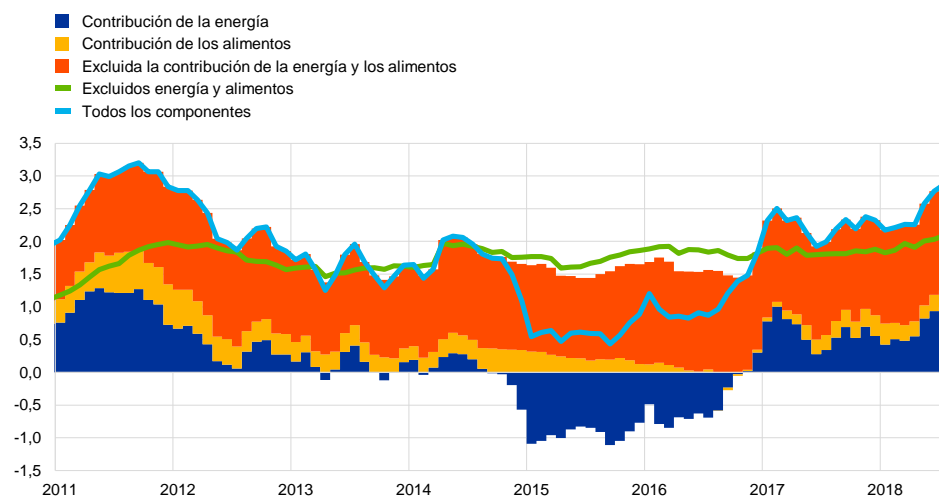
**Los precios del petróleo han sido volátiles en las últimas semanas.** Durante los primeros meses del verano, los precios del petróleo descendieron cuando las perspectivas de oferta mejoraron con la finalización de las perturbaciones en Libia y con las perspectivas de aumento de la oferta de la OPEP y de Rusia. Como consecuencia, el supuesto relativo a los precios del petróleo en el que se basaron las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de septiembre fue un 7,5 % inferior a corto plazo al de las proyecciones anteriores. Sin embargo, desde la fecha límite de recepción de los datos para las proyecciones, el precio de esta materia prima ha vuelto a subir, alcanzando los 80 dólares estadounidenses por barril el 12 de septiembre. Este incremento reflejó la reacción de los mercados a unas existencias de crudo menores de lo esperado en Estados Unidos, que apuntaban a un aumento de las tensiones en los mercados más rápido de lo previsto.

**La anterior subida de los precios del petróleo ha presionado al alza la inflación mundial medida por los precios de consumo.** En los países de la OCDE, la inflación medida por el IPC aumentó hasta el 2,9 % en julio. Excluidos la energía y los alimentos, el IPC se incrementó ligeramente, hasta el 2,1 %, prolongando una tendencia al alza muy moderada observada el pasado año (véase gráfico 3). Al mismo tiempo, pese a las tensiones observadas en los mercados de trabajo de las economías avanzadas, las presiones salariales se mantienen relativamente contenidas.

### Gráfico 3

#### Inflación medida por los precios de consumo en la OCDE

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuente: OCDE y cálculos del BCE.

Nota: La última observación corresponde a julio de 2018.

**De cara al futuro se espera que las presiones inflacionistas globales se mantengan contenidas.** Está previsto que, a corto plazo, los precios de exportación de los países competidores de la zona del euro se incrementen tras el reciente repunte de los precios del petróleo. Sin embargo, a más largo plazo, la actual curva de futuros sobre el petróleo anticipa una ligera reducción de los precios del crudo, que implica una menor contribución de los precios energéticos a la inflación mundial. Por otra parte, se prevé que la disminución de la capacidad productiva sin utilizar a escala global favorezca un cierto aumento de la inflación.

## 2 Evolución financiera

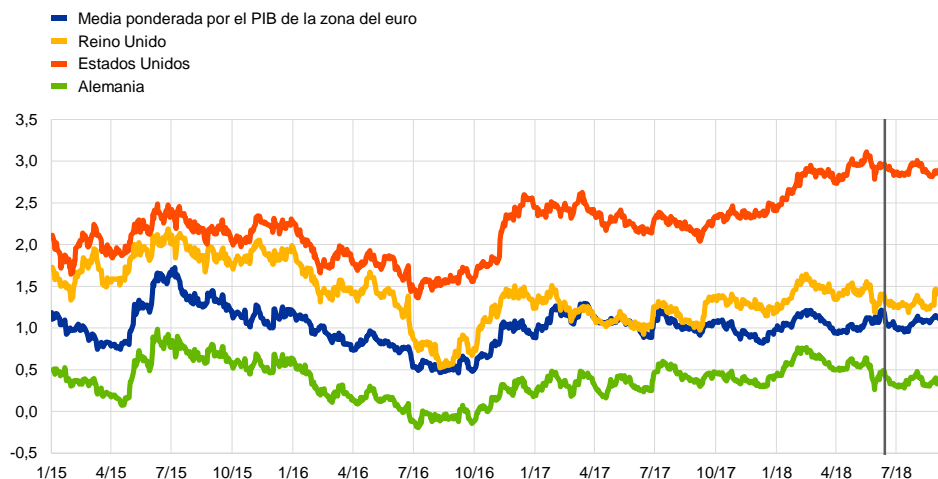
Los tipos de interés libres de riesgo a largo plazo de la zona del euro prácticamente no han variado desde la reunión del Consejo de Gobierno de junio de 2018. Los diferenciales de la deuda soberana han mostrado volatilidad, en un contexto de continua incertidumbre política en Italia. Aunque los beneficios empresariales mantienen su solidez, los precios de las acciones y de los bonos de las instituciones financieras de la zona del euro se han reducido, en un entorno de incertidumbre geopolítica y de creciente volatilidad en los mercados emergentes. En los mercados de divisas, el tipo de cambio efectivo del euro se ha fortalecido en general.

**Los rendimientos a largo plazo prácticamente no han variado en la zona del euro y en Estados Unidos.** Durante el período de referencia (del 14 de junio al 12 de septiembre), el tipo swap del eonia (OIS) libre de riesgo a diez años de la zona del euro y el rendimiento de la deuda soberana a diez años de la zona del euro ponderado por el PIB se mantuvieron sin cambios en el 0,75 % y el 1,10 %, respectivamente. En Estados Unidos, el rendimiento de la deuda pública a diez años se incrementó 3 puntos básicos y se situó en el 2,96 %, con lo que su diferencial frente al rendimiento correspondiente de la zona del euro se volvió a ampliar y alcanzó niveles históricamente elevados.

### Gráfico 4

#### 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 12 de septiembre de 2018.

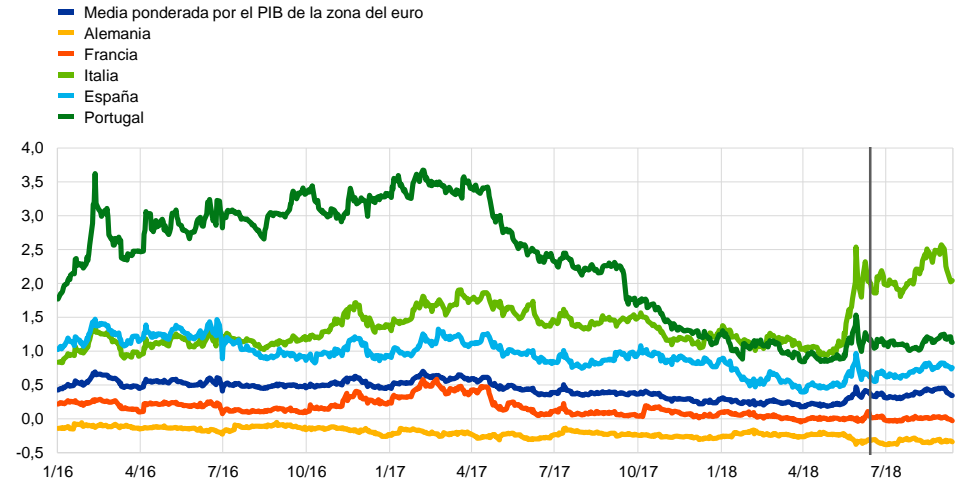
**Los diferenciales de la deuda soberana de la zona del euro con respecto al tipo swap del eonia (OIS) libre de riesgo han mostrado volatilidad, pero continúan prácticamente en el mismo nivel que en junio.** La volatilidad de las condiciones en los mercados de deuda soberana se mantuvo a lo largo del período analizado, y los diferenciales soberanos de Italia aumentaron en un entorno de nuevas tensiones en el mercado (véase gráfico 5). Los mercados de deuda pública de otros países de la zona del euro también se han visto afectados en distinta medida. En conjunto, desde el 14 de junio, la media ponderada por el PIB de los

rendimientos de la deuda soberana a diez años ha permanecido básicamente sin variación, situándose en 36 puntos básicos el 12 de septiembre.

### Gráfico 5

#### Diferenciales de la deuda soberana de la zona del euro frente al tipo *swap* del eonia

(porcentajes)



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

Notas: El diferencial se calcula restando el tipo *swap* del eonia a diez años del rendimiento de la deuda soberana. La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (14 de junio de 2018). La última observación corresponde al 12 de septiembre de 2018.

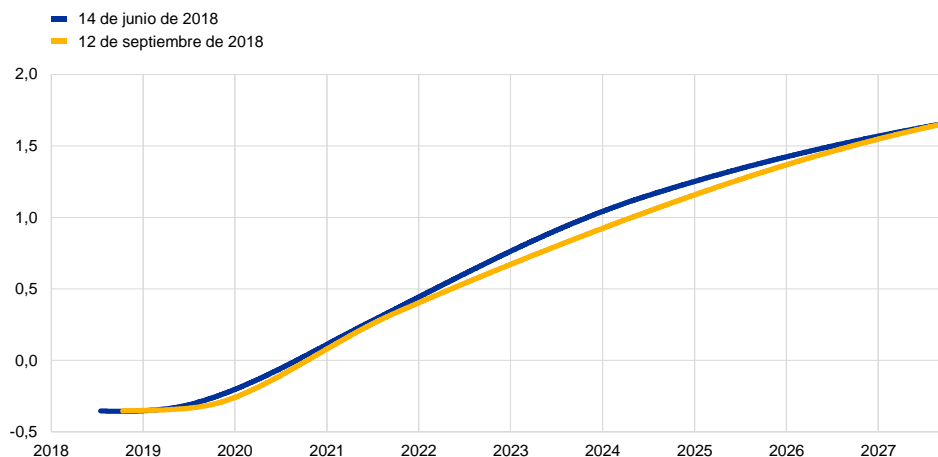
#### La curva de tipos *forward* del índice medio del tipo de interés del euro a un día (eonia) se mantuvo prácticamente sin cambios durante el período analizado.

Los participantes en los mercados han revisado sus expectativas de tipos de interés en horizontes de medio plazo, lo que se traduce en un ligero aplanamiento de la curva de tipos *forward* (véase gráfico 6). La curva se mantiene por debajo de cero en los horizontes anteriores a 2020, reflejando las expectativas de los mercados de un período prolongado de tipos negativos.

## Gráfico 6

### Tipos *forward* del eonia

(porcentajes)



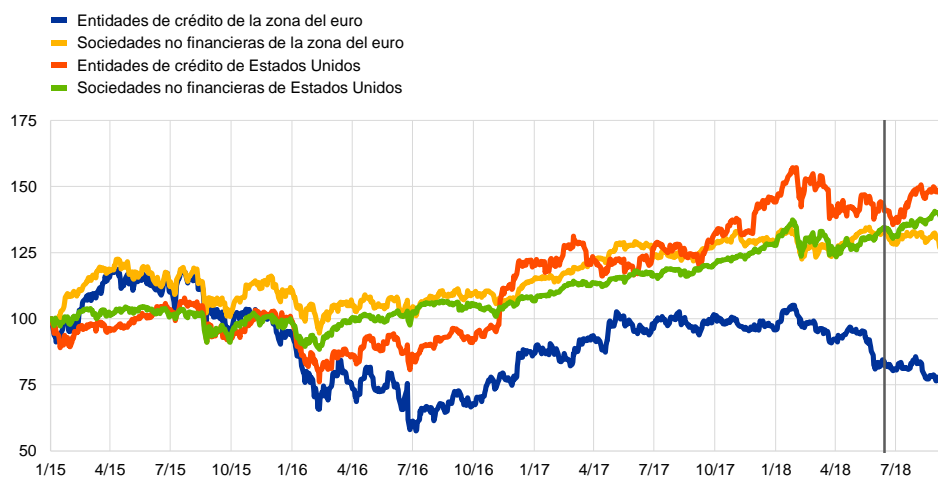
Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

**Los índices bursátiles amplios de la zona del euro experimentaron una corrección, en un contexto de creciente incertidumbre geopolítica.** Durante el período considerado, las cotizaciones del sector financiero y de las sociedades no financieras de la zona del euro retrocedieron en torno a un 4 % y a un 5 %, respectivamente (véase gráfico 7). La volatilidad bursátil de la zona del euro aumentó durante el período analizado, en un contexto de persistentes fluctuaciones en los mercados de deuda soberana, de incertidumbre geopolítica y de repunte de la volatilidad en los mercados emergentes. En conjunto, las sólidas perspectivas de beneficios empresariales continúan sustentando las cotizaciones de la zona del euro, reflejando el favorable entorno macroeconómico en la zona.

## Gráfico 7

### Índices bursátiles de la zona del euro y de Estados Unidos

(índice: 1 de enero de 2015 = 100)



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

Notas: La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (14 de junio de 2018). La última observación corresponde al 12 de septiembre de 2018.

### El eonia fluctuó en torno a –36 puntos básicos durante el período

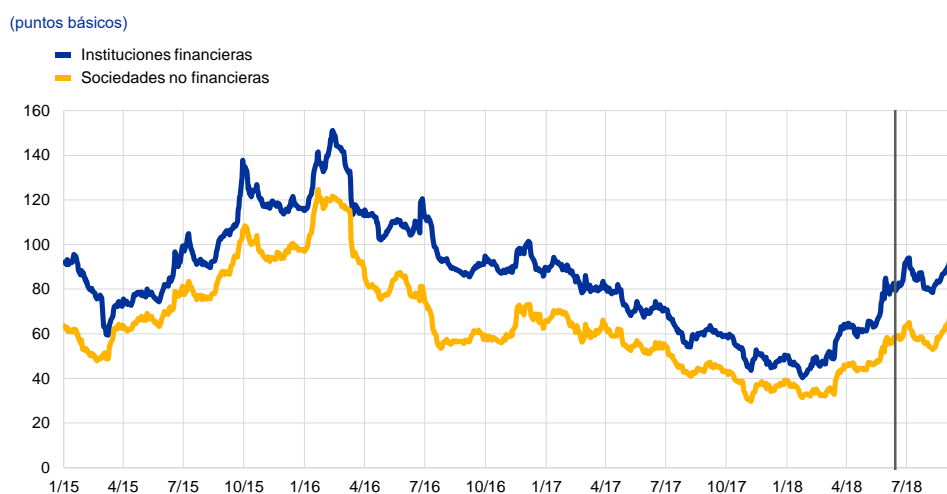
**considerado.** El exceso de liquidez aumentó alrededor de 87 mm de euros, hasta una cifra aproximada de 1.909 mm de euros. Este incremento es atribuible a las compras de valores realizadas en el marco del programa de compra de activos del Eurosistema y a la reducción de los factores autónomos.

### Los diferenciales de rendimiento de los valores de renta fija privada de la zona del euro aumentaron durante el período analizado.

Desde 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 experimentó un incremento de 10 puntos básicos, hasta situarse en 69 puntos básicos (véase gráfico 8). Los rendimientos de la deuda del sector financiero crecieron algo más, lo que se tradujo en una ampliación del diferencial de unos 12 puntos básicos. Esta subida refleja una reevaluación del riesgo más que un aumento de las probabilidades de impago. En conjunto, los diferenciales de los valores de renta fija privada se mantienen significativamente por debajo de los niveles observados en marzo de 2016, antes del anuncio y la posterior puesta en marcha del programa de compras de bonos corporativos.

### Gráfico 8

#### Diferenciales de los valores de renta fija privada de la zona del euro



Fuentes: Índices iBoxx y cálculos del BCE.

Notas: La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (14 de junio de 2018). La última observación corresponde al 12 de septiembre de 2018.

### En los mercados de divisas, el tipo de cambio efectivo del euro se fortaleció en general (véase gráfico 9).

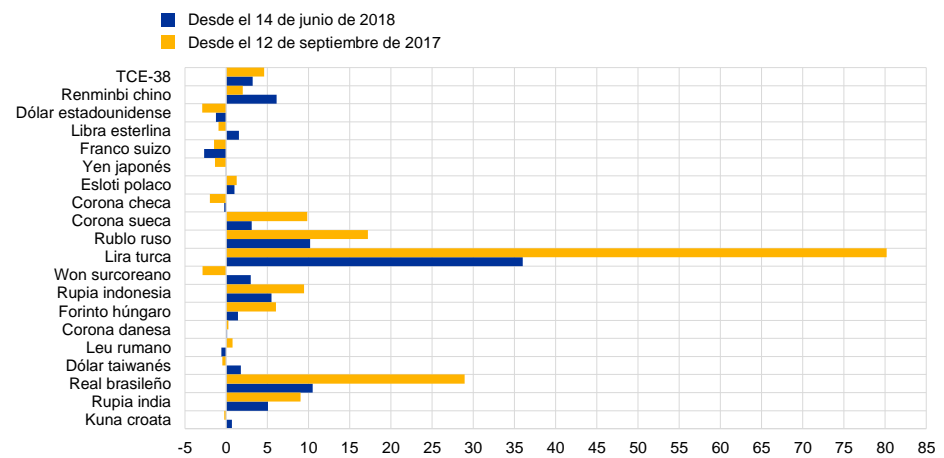
Durante el período analizado, el tipo de cambio efectivo nominal del euro, medido frente a las monedas de 38 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro, se apreció un 3,3 %. La moneda única se fortaleció en términos efectivos, pese a perder valor frente al dólar estadounidense y al franco suizo, en un entorno de mayor búsqueda de monedas refugio por parte de los inversores y de acusada depreciación de las monedas de algunas economías emergentes. En términos bilaterales, el euro se debilitó frente al dólar estadounidense (1,2 %), reflejando en parte las expectativas acerca de la orientación futura de la política monetaria de la Reserva Federal y del BCE, así

como frente al franco suizo (2,7 %), pero se mantuvo sin variación frente al yen japonés. En cambio, el euro se apreció, en general, frente a las monedas de la mayoría de las economías emergentes, incluido el renminbi chino (5,4 %) y, en particular, frente a la lira turca, el real brasileño y el rublo ruso, que se cuentan entre las monedas de economías emergentes con mayores ponderaciones por el comercio para el cálculo del tipo de cambio efectivo del euro. Asimismo, el euro también se revalorizó frente a la libra esterlina (1,5 %) y frente a las monedas de la mayoría de los demás Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro.

### Gráfico 9

#### 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 12 de septiembre de 2018.



### 3 Actividad económica

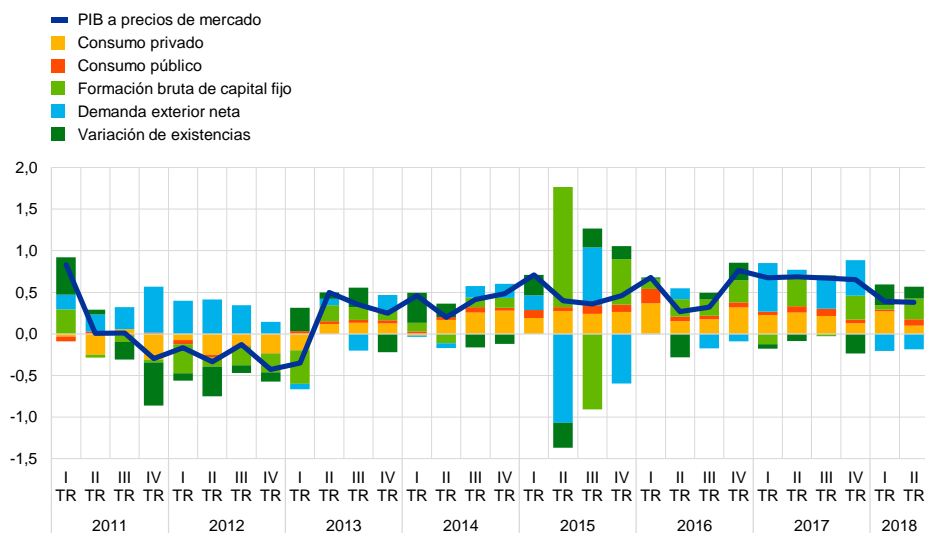
*A pesar de experimentar cierta moderación tras la fuerte expansión observada en 2017, los últimos indicadores económicos y resultados de encuestas publicados confirman, en líneas generales, el crecimiento generalizado y sostenido de la economía de la zona del euro. El avance del PIB real de la zona del euro se sustenta principalmente en el aumento del consumo privado y de la inversión. Las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de septiembre de 2018 prevén un crecimiento anual del PIB real del 2 % en 2018, el 1,8 % en 2019 y el 1,7 % en 2020. En comparación con las proyecciones macroeconómicas del Eurosistema de junio de 2018, las perspectivas de crecimiento del PIB real se han revisado ligeramente a la baja para 2018 y 2019, debido sobre todo a una contribución algo menor de la demanda externa.*

**El crecimiento se moderó en los dos primeros trimestres de 2018, pero continuó siendo generalizado en los distintos países de la zona del euro.** El PIB real experimentó un avance intertrimestral del 0,4 % en los dos primeros trimestres de este año, tras crecer a una tasa media del 0,7 % en los cinco trimestres anteriores (véase gráfico 10). La desaceleración de principios de año parece que se ha debido fundamentalmente a la mayor debilidad de la demanda externa, al tiempo que las restricciones de capacidad han aumentado de forma gradual. La demanda interna (especialmente la inversión en capital fijo) siguió siendo el principal motor de la expansión en el segundo trimestre de 2018. Como en el trimestre anterior, la variación de existencias contribuyó positivamente al crecimiento del PIB real en el segundo trimestre, mientras que la aportación de la demanda exterior neta fue negativa. En cuanto a la producción, la actividad económica se vio favorecida sobre todo por el sólido avance de la construcción y los servicios en el segundo trimestre, al tiempo que el crecimiento del valor añadido de la industria (excluida la construcción) fue algo menor.

## Gráfico 10

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

(tasas de variación intertrimestral y contribuciones intertrimestrales en puntos porcentuales)



Fuente: Eurostat.

Nota: Las últimas observaciones corresponden al segundo trimestre de 2018.

#### El crecimiento del empleo mantuvo su vigor en el segundo trimestre del año.

En el segundo trimestre de 2018, el empleo creció de nuevo, un 0,4 % en tasa intertrimestral (véase gráfico 11), y actualmente se sitúa un 2,4 % por encima del máximo alcanzado antes de la crisis, en el primer trimestre de 2008. El avance del empleo fue generalizado en los distintos países y sectores. En términos acumulados, el número de personas ocupadas en la zona del euro aumentó en 9,2 millones desde el mínimo registrado en el empleo en el segundo trimestre de 2013. Las horas trabajadas por ocupado se incrementaron un 0,3 % en el segundo trimestre, tras el descenso del primer trimestre. Hasta ahora, las horas medias trabajadas durante la recuperación han permanecido prácticamente estables, lo que refleja sobre todo el impacto de diversos factores estructurales, como la gran proporción de trabajadores a tiempo parcial sobre el empleo total y otros efectos de composición.

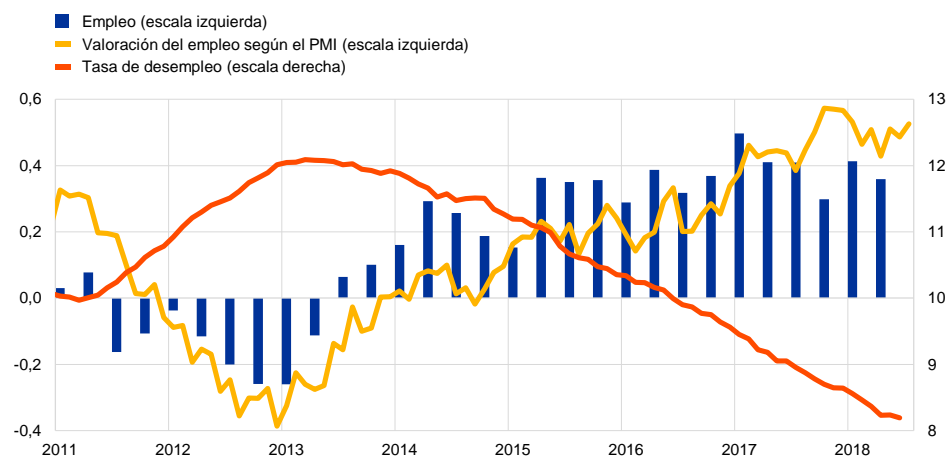
#### Los indicadores de corto plazo apuntan a que el mercado de trabajo mantendrá su fortaleza en el tercer trimestre de 2018.

La tasa de paro de la zona del euro se situó en el 8,2 % en julio, el nivel más bajo desde noviembre de 2008. Los indicadores de opinión han registrado cierta moderación desde cotas muy elevadas, pero siguen señalando un crecimiento continuado del empleo en el tercer trimestre de 2018. Pese a mostrar una ligera moderación en algunos sectores y países, los indicadores de escasez de mano de obra permanecen en niveles muy altos en términos históricos.

## Gráfico 11

### Empleo en la zona del euro, valoración del empleo según el índice PMI y desempleo

(tasas de variación intertrimestral; índice de difusión; porcentaje de la población activa)



Fuentes: Eurostat, Markit y cálculos del BCE.

Notas: El índice de directores de compras (PMI) está expresado como una desviación de 50 dividida por 10. Las últimas observaciones corresponden al segundo trimestre de 2018 para el empleo, a agosto de 2018 para el PMI y a julio de 2018 para la tasa de desempleo.

#### La evolución del consumo privado sigue estando impulsada por la recuperación del mercado de trabajo y por el fortalecimiento de los balances de los hogares.

En el segundo trimestre de 2018, el consumo privado aumentó un 0,2 %, en tasa intertrimestral, tras registrar un crecimiento algo más vigoroso en el primer trimestre. La evolución más reciente del comercio minorista y de las matriculaciones de automóviles está básicamente en consonancia con un crecimiento sostenido del consumo en el futuro próximo. Desde una perspectiva de más largo plazo, el incremento de las rentas del trabajo está respaldando el sólido dinamismo del gasto en consumo, que se refleja también en la elevada confianza de los consumidores. Además, el fortalecimiento de los balances de los hogares sigue siendo un factor importante para el crecimiento sostenido del consumo, ya que la solvencia de las familias es un determinante clave de su acceso al crédito. Es poco probable que las recientes subidas de los precios del petróleo reduzcan de forma significativa el crecimiento de la renta real disponible y del consumo privado (véase recuadro 3).

#### Se espera que la recuperación sostenida de los mercados de la vivienda continúe sustentando el crecimiento, aunque a un ritmo más moderado.

La inversión residencial se incrementó un 0,8 % en el segundo trimestre de 2018, reflejando la continuación de la recuperación en muchos países de la zona del euro y en la zona en su conjunto. Los indicadores coyunturales y los resultados de las encuestas publicados recientemente señalan un impulso positivo, pero cada vez menor. La producción del segmento de construcción de edificios volvió a repuntar y casi alcanzó el nivel más alto de los últimos siete años en junio, cuando aumentó 0,1 puntos porcentuales con respecto a mayo y 0,3 puntos porcentuales en términos intertrimestrales. Los indicadores de confianza de la construcción de la Comisión Europea de los últimos meses apuntan a un dinamismo positivo, aunque más moderado, en el tercer trimestre de 2018. En cambio, el índice de directores de compras (PMI) de producción de la construcción cayó hasta situarse en 50,3 en julio, el menor ritmo de avance en 21 meses, pero aumentó

nuevamente hasta un valor de 51,0 en agosto. El componente de vivienda descendió a una tasa más elevada en los dos últimos meses. Con todo, tanto los índices PMI como los indicadores de confianza permanecen claramente por encima de sus medias de largo plazo.

**Se espera que la inversión empresarial continúe creciendo, sustentada por las favorables expectativas de beneficios, unas condiciones de financiación acomodaticias y la necesidad de las empresas de aumentar su capacidad productiva.** Se prevé que la inversión empresarial registre un sólido crecimiento, acorde con las elevadas valoraciones de las empresas. Las expectativas de beneficios de las empresas cotizadas de la zona del euro siguen respaldando la inversión, al tiempo que las condiciones de financiación favorables se reflejan en el aumento de los préstamos concedidos a las sociedades no financieras. La inversión también está creciendo en sectores con restricciones de capacidad. De hecho, los fabricantes de maquinaria y bienes de equipo, por ejemplo, en el sector del transporte, están incrementando su capacidad productiva para satisfacer la creciente demanda.

**Las exportaciones de la zona del euro se recuperaron ligeramente y crecieron un 0,6 % en el segundo trimestre de 2018, después del retroceso del trimestre anterior.** La recuperación estuvo impulsada por las exportaciones de bienes y, en menor medida, de servicios (tasa intertrimestral del 0,7 % y del 0,3 %, respectivamente), y se debió principalmente a la reactivación de las exportaciones dentro de la zona del euro. Las exportaciones a países no pertenecientes a la zona se mantuvieron contenidas, con un repunte muy ligero de las destinadas a Asia y una caída de las dirigidas a América del Norte, que contrarrestó la sólida evolución observada en trimestres anteriores. De cara al futuro, los indicadores de opinión sobre nuevos pedidos en el sector manufacturero mundial y en la zona del euro tienden a anticipar una moderación adicional del crecimiento de las exportaciones en el tercer trimestre.

**En conjunto, los últimos indicadores económicos y resultados de encuestas publicados confirman el crecimiento generalizado y sostenido de la economía de la zona del euro.** La producción industrial (excluida la construcción) cayó en julio, aunque se observan señales dispares entre los distintos sectores y los países más grandes de la zona del euro. En cuanto a la información procedente de las encuestas, el indicador de sentimiento económico (ESI) de la Comisión Europea continuó descendiendo en julio y agosto, pero permanece muy por encima de su media de largo plazo. El índice PMI compuesto de producción se estabilizó durante el segundo trimestre y se mantuvo prácticamente sin cambios en julio y agosto en niveles que sugieren un crecimiento sólido y continuo.

**Se espera que el crecimiento económico siga siendo sólido y generalizado.** Las medidas de política monetaria del BCE continúan 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 los salarios. La inversión empresarial se ve propiciada por unas condiciones de financiación favorables, la mejora de la rentabilidad de las empresas y la fortaleza de la demanda. La inversión en vivienda

sigue siendo sólida. Asimismo, se espera que la expansión de la actividad mundial continúe y apunte las exportaciones de la zona del euro.

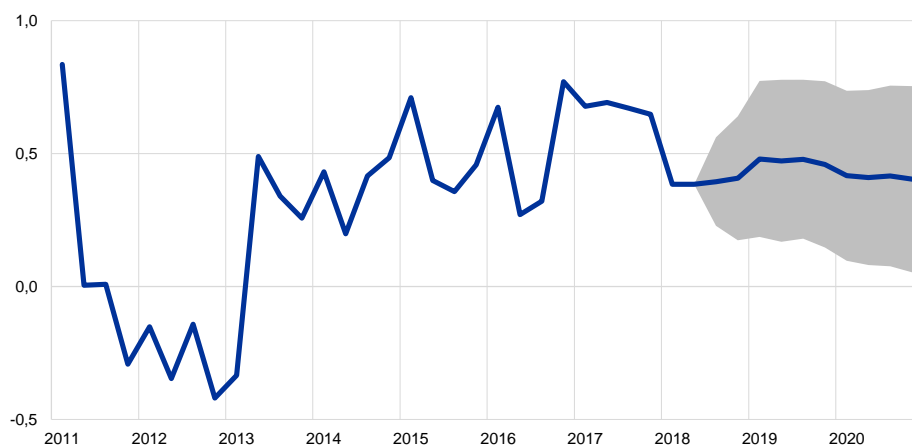
**Las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de septiembre de 2018 prevén un crecimiento anual del PIB real del 2 % en 2018, el 1,8 % en 2019 y el 1,7 % en 2020 (véase gráfico 12).**

En comparación con las proyecciones macroeconómicas del Eurosistema de junio de 2018, las perspectivas de crecimiento del PIB real se han revisado ligeramente a la baja para 2018 y 2019, debido principalmente a una contribución algo menor de la demanda externa. Los riesgos para las perspectivas de crecimiento de la zona del euro aún pueden considerarse, en general, equilibrados. Al mismo tiempo, han adquirido mayor relevancia recientemente los riesgos relacionados con el aumento del proteccionismo, las vulnerabilidades en los mercados emergentes y la volatilidad de los mercados financieros.

**Gráfico 12**

**PIB real de la zona del euro (incluidas las proyecciones)**

(tasas de variación intertrimestral)



Fuentes: Eurostat y el artículo titulado «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de septiembre de 2018», publicado en el sitio web del BCE el 13 de septiembre de 2018.

Notas: Los intervalos en torno a las proyecciones centrales se basan en las diferencias entre las cifras observadas y proyecciones anteriores elaboradas durante varios años. La amplitud de estos intervalos es dos veces el valor absoluto medio de esas diferencias. El método utilizado para calcular los intervalos, que prevé una corrección para tener en cuenta acontecimientos excepcionales, se explica en la publicación titulada «New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges», BCE, diciembre de 2009, disponible en el sitio web del BCE.

## 4 Precios y costes

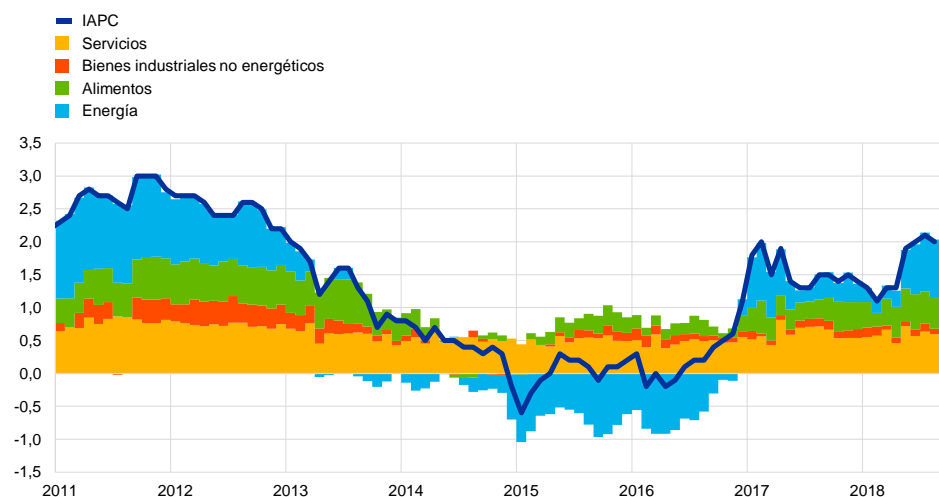
*Según la estimación de avance de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro se redujo ligeramente hasta situarse en el 2 % en agosto de 2018, desde el 2,1 % registrado en julio. Aunque los indicadores de la inflación subyacente se mantienen, en general, contenidos, han aumentado desde los mínimos observados anteriormente. Las presiones de costes de origen interno están intensificándose y generalizándose en un contexto de elevada utilización de la capacidad productiva y de tensiones en los mercados de trabajo, que están impulsando el crecimiento de los salarios. De cara al futuro, se espera que la inflación subyacente repunte hacia finales de año y que, a partir de entonces, se incremente de forma gradual en el medio plazo, respaldada por las medidas de política monetaria del BCE, la continuación de la expansión económica y el mayor crecimiento de los salarios. En general, este análisis se refleja también en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de septiembre de 2018, que sitúan la inflación interanual medida por el IAPC en el 1,7 % en 2018, 2019 y 2020, sin variación con respecto a las proyecciones macroeconómicas del Eurosistema de junio de 2018.*

**La inflación general retrocedió ligeramente en agosto.** Según la estimación de avance de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro se redujo hasta situarse en el 2 % en agosto de 2018, desde el 2,1 % registrado en julio (véase gráfico 13). Esta evolución reflejó la disminución de la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos (IAPCX), pero también el menor ritmo de avance de los precios de la energía. Sin embargo, en conjunto, el componente de precios energéticos, que registró tasas de variación de alrededor del 9 %, continuó contribuyendo sustancialmente a la inflación general, impulsado por las subidas de los precios del petróleo durante los últimos meses y por los efectos de comparación.

### Gráfico 13

#### 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 agosto de 2018 (estimaciones de avance).

#### Los indicadores de la inflación subyacente se mantuvieron, en general, contenidos, aunque en una senda de mejora gradual.

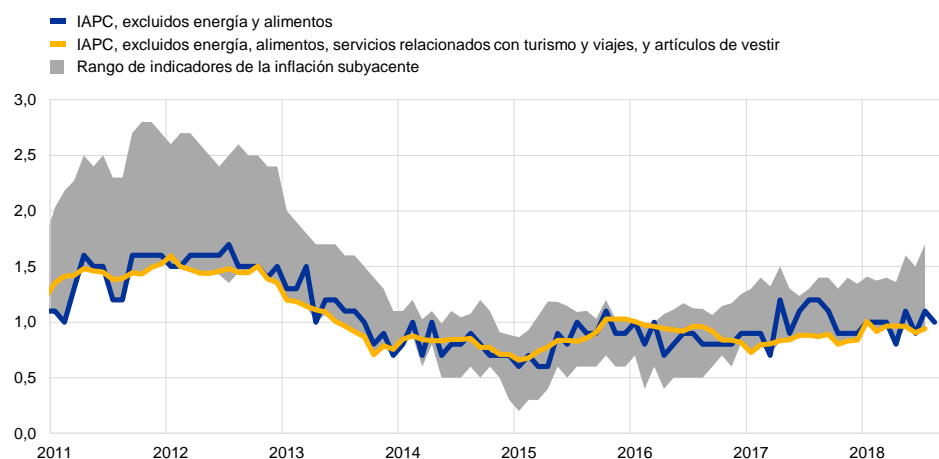
La inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, se situó en el 1 % en agosto, frente al 1,1 % registrado en julio. Las tasas de variación de los precios de los bienes industriales no energéticos y de los servicios contribuyeron a la reducción de la inflación medida por el IAPCX en agosto. Sobre la base de la información disponible, los ligeros descensos se deben, al menos en parte, a factores transitorios, como la volatilidad causada por los efectos de calendario en los servicios relacionados con turismo y viajes, o la registrada en los artículos de vestir como consecuencia de la variación en las fechas de las rebajas de verano. Al margen de las fluctuaciones intermensuales, las distintas medidas de inflación subyacente muestran una senda ascendente desde los mínimos observados en 2016 (véase gráfico 14). Más adelante, es probable que las anteriores subidas de los precios de la energía contribuyan también al alza de los indicadores de la inflación subyacente, dado el papel preponderante de la energía en la producción de otros bienes y servicios. Estos efectos indirectos sobre la inflación tardan más tiempo en manifestarse que el efecto directo sobre los componentes energéticos del IAPC —como los combustibles para transporte o para calefacción—, ya que tienen que filtrarse a través de las cadenas de producción<sup>2</sup>.

<sup>2</sup> Para más información, véase el recuadro titulado «Efectos indirectos de la evolución de los precios del petróleo sobre la inflación de la zona del euro», *Boletín Mensual*, BCE, diciembre de 2014.

## Gráfico 14

### Indicadores de la inflación subyacente

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: El rango de indicadores de la inflación subyacente incluye los siguientes: IAPC, excluida la energía; IAPC, excluidos la energía y los alimentos no elaborados; IAPC, excluidos la energía y los alimentos; IAPC, excluidos la energía, los alimentos, los servicios relacionados con turismo y viajes, y los artículos de vestir; la media truncada al 10 %, la media truncada al 30 %, y la mediana ponderada del IAPC. Las últimas observaciones corresponden a agosto de 2018 (estimación de avance) para el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, y a julio de 2018 para el resto de los indicadores.

**Las presiones inflacionistas sobre el componente de bienes industriales no energéticos del IAPC continuaron creciendo gradualmente.** Aunque factores de carácter transitorio contribuyeron a la desaceleración del ritmo de avance de los precios de consumo de los bienes industriales no energéticos, desde el 0,5 % en julio hasta el 0,3 % en agosto, las presiones a lo largo del proceso de formación de precios siguieron aumentando. La tasa de variación de los precios de producción de los bienes de consumo no alimenticio se incrementó desde el 0,5 % registrado en junio hasta el 0,6 % en julio, el nivel más elevado desde finales de 2012, que marca la continuación del repunte gradual desde los mínimos de alrededor del 0 % observados en 2016. La inflación de los precios de importación registró tasas cada vez menos negativas a partir de mayo de 2018 y en julio se situó en el 0 %, reduciendo así la presión a la baja ejercida por este elemento del proceso global de formación de precios de bienes industriales no energéticos. En cuanto a los bienes intermedios, en fases posteriores de la cadena de producción, la tasa de avance de los precios de producción aumentó desde el 3 % en junio hasta el 3,2 % en julio, mientras que la correspondiente a los precios de importación se incrementó del 3 % al 3,4 %.

**La evolución reciente del crecimiento de los salarios señala una tendencia continuada al alza y corrobora la percepción de una acumulación gradual de presiones internas de costes.** La tasa de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado ascendió al 2,3 % en el segundo trimestre de 2018, frente al 1,9 % del primer trimestre de 2018 y al 1,8 % del cuarto trimestre de 2017, y se sitúa ahora en un nivel considerablemente superior al registrado en el primer semestre de 2016 (véase gráfico 15). Su reciente incremento se debe, sobre todo, al aumento de la tasa de crecimiento interanual de los salarios negociados, que fue del 2,2 % en el segundo trimestre de 2018, frente al 1,7 % del primer trimestre de 2018 y el 1,5 % de los dos últimos trimestres de 2017. De cara al futuro, los convenios

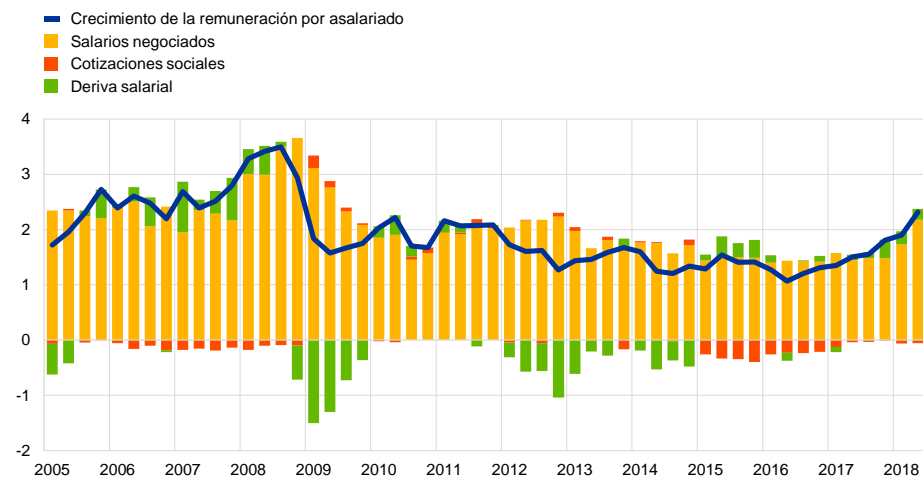


colectivos y la generalización del crecimiento salarial en los distintos sectores refuerzan la expectativa de un nuevo repunte de los salarios. En conjunto, el reciente avance de los salarios está en consonancia con la mejora de las condiciones del mercado de trabajo, al empezar a desaparecer los factores que estaban lastrando su crecimiento, entre ellos, la baja inflación registrada anteriormente y el efecto de las reformas laborales aplicadas en algunos países durante la crisis.

### Gráfico 15

#### Contribución de los componentes de la remuneración por asalariado

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden al segundo trimestre de 2018.

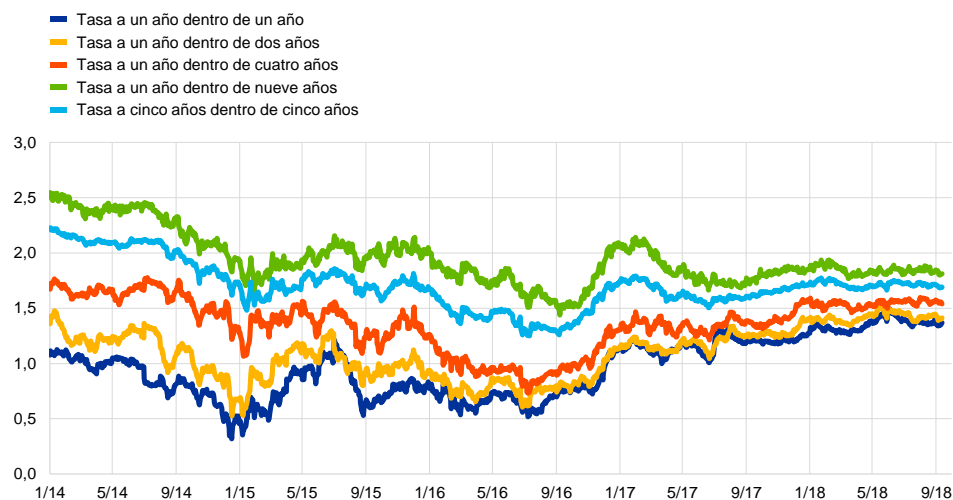
#### Los indicadores de mercado y de opinión relativos a las expectativas de inflación a largo plazo se han mantenido estables.

El 12 de septiembre de 2018, el tipo *swap* de inflación a cinco años dentro de cinco años se situó en el 1,69 % (véase gráfico 16). El perfil a futuro de los indicadores de mercado de las expectativas de inflación sigue señalando un período prolongado de inflación reducida, y un retorno solo muy gradual hacia niveles de inflación inferiores, aunque próximos, al 2 %. La probabilidad neutral al riesgo, implícita en los mercados de opciones de inflación, de que la inflación media sea negativa en los cinco próximos años no es significativa y, por tanto, sugiere que en la actualidad los mercados consideran que el riesgo de deflación es muy bajo. Según la encuesta del BCE a expertos en previsión económica (EPE) correspondiente al tercer trimestre de 2018, los indicadores de las expectativas de inflación a largo plazo se han mantenido estables en el 1,9 %.

## Gráfico 16

### Indicadores de mercado de las expectativas de inflación

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

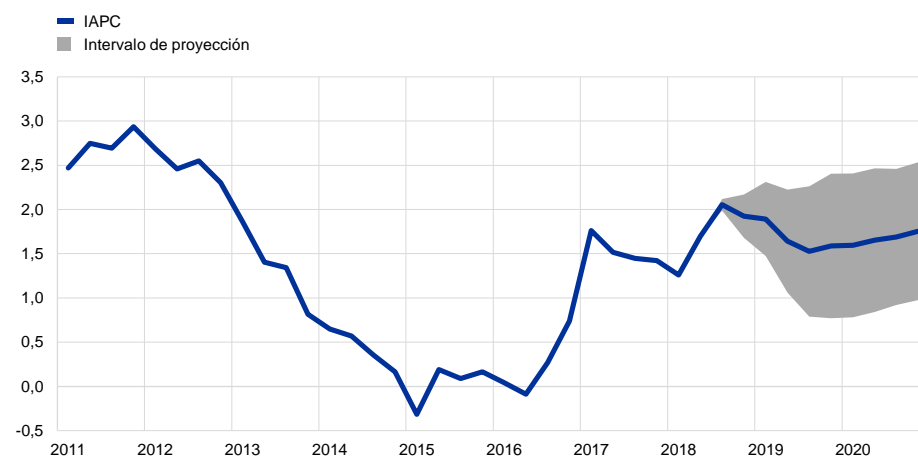
Nota: Las últimas observaciones corresponden al 12 de septiembre de 2018.

**Según las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE de septiembre de 2018, la inflación medida por el IAPC se mantendrá estable y la inflación subyacente aumentará de forma gradual durante el horizonte de proyección.** Sobre la base de la información disponible a finales de agosto, estas proyecciones sitúan la inflación medida por el IAPC en el 1,7 %, en promedio, en cada año del horizonte de proyección, sin variación con respecto a las proyecciones macroeconómicas del Eurosistema de junio de 2018 (véase gráfico 17). La trayectoria estable de las tasas medias de inflación interanual oculta un descenso de la tasa de variación interanual del componente energético a medida que desaparezcan los efectos de las anteriores subidas de los precios del petróleo, que se compensa con el alza gradual de la inflación subyacente conforme se acentúan las restricciones de oferta. Se espera que la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, avance del 1,1 % en 2018 al 1,5 % en 2019 y al 1,8 % en 2020.

### Gráfico 17

#### Inflación medida por el IAPC de la zona del euro (incluidas proyecciones)

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y el artículo titulado «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de septiembre de 2018», publicado en el sitio web del BCE el 13 de septiembre de 2018.

Nota: Las últimas observaciones corresponden al segundo trimestre de 2018 (datos observados) y al cuarto trimestre de 2020 (proyecciones).

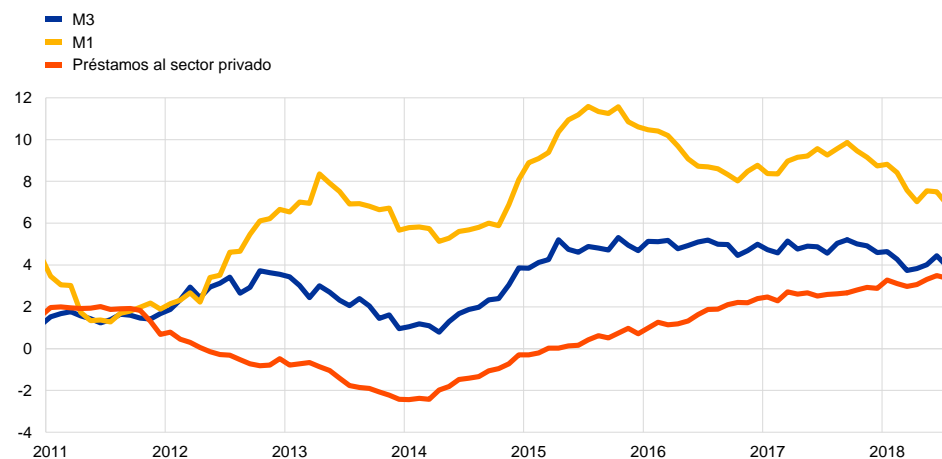
## 5 Dinero y crédito

El crecimiento del agregado monetario amplio se moderó en julio de 2018, en el contexto de la reducción de las adquisiciones netas mensuales realizadas en el marco del programa de compra de activos (APP, por sus siglas en inglés). Los préstamos al sector privado continuaron creciendo sin mostrar ninguna señal de ralentización. Asociado a esta evolución, el flujo interanual total de financiación externa de las sociedades no financieras aumentó considerablemente en el segundo trimestre de 2018.

**El crecimiento del agregado monetario amplio se redujo en julio.** La tasa de crecimiento interanual de M3 descendió hasta el 4 % en julio de 2018, desde el 4,5 % registrado en junio (véase gráfico 18). Esta evolución refleja, en parte, una ligera volatilidad de los flujos mensuales recientes y efectos de comparación. Además, la reducción de las compras netas de activos (de 80 mm a 60 mm de euros en abril de 2017 y, posteriormente, a 30 mm de euros en enero de 2018) supuso que el impacto positivo del APP en el crecimiento de M3 fuera menor<sup>3</sup>. La tasa de crecimiento interanual de M1, que incluye los componentes más líquidos de M3, volvió a contribuir significativamente al avance del agregado monetario amplio, pero se moderó hasta el 6,9 % en julio (frente al 7,5 % de junio). La expansión monetaria siguió recibiendo el respaldo del crecimiento económico sostenido y del bajo coste de oportunidad de mantener los instrumentos más líquidos en un entorno de tipos de interés muy bajos.

**Gráfico 18**  
M3, M1 y préstamos al sector privado

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



Fuente: BCE.

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

**Los depósitos a la vista volvieron a ser el componente que más contribuyó al crecimiento de M3.** Su tasa de crecimiento interanual se redujo hasta el 7,5 % en julio (desde el 8,2 % de junio). En concreto, la tasa de avance de los depósitos a la vista de las instituciones financieras no monetarias, que tiende a ser bastante volátil,

<sup>3</sup> Véase el artículo titulado «[The transmission of the ECB's recent non-standard monetary policy measures](#)», *Boletín Económico*, número 7, BCE, 2015.

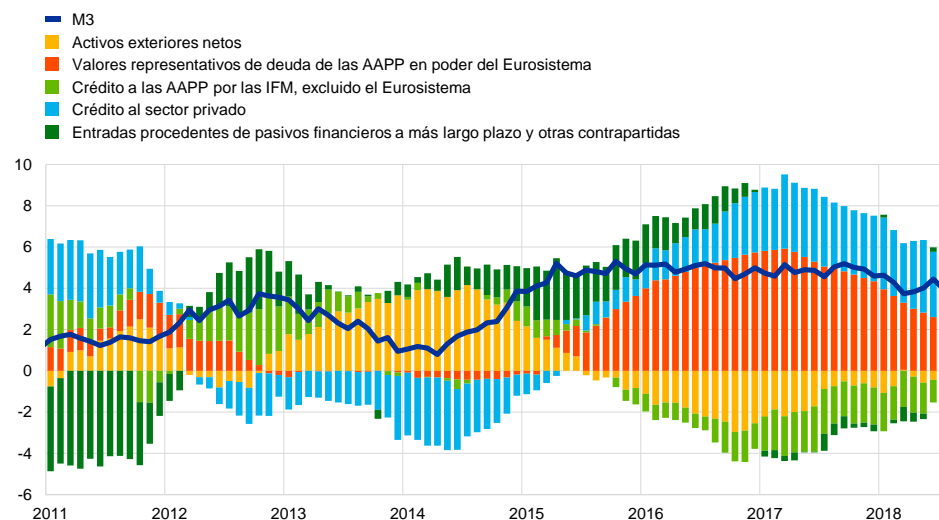
experimentó una acusada caída. La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a la vista de las sociedades no financieras también disminuyó, mientras que, en el caso de los hogares, se mantuvo prácticamente sin variación. El ritmo de avance interanual del efectivo en circulación permaneció estable y no indicó ninguna tendencia del sector tenedor de dinero a sustituir los depósitos por efectivo en un entorno de tipos de interés muy bajos o negativos. Los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista (es decir, M2 menos M1) continuaron afectando de forma negativa al agregado M3, pese a la estabilización del diferencial de tipos entre los depósitos a plazo hasta dos años y los depósitos a la vista desde finales de 2017. Los instrumentos negociables (es decir, M3 menos M2) —un pequeño componente de M3— registraron un descenso adicional dada su reducida remuneración actual.

**Las fuentes internas de creación de dinero siguieron siendo el principal factor impulsor del crecimiento del agregado monetario amplio (véase gráfico 19).** En lo que respecta a las contrapartidas, la aportación positiva al crecimiento de M3 de los valores representativos de deuda de las Administraciones Públicas en poder del Eurosistema volvió a disminuir (véanse las partes de color rojo de las barras del gráfico 19), en el contexto de la citada reducción de las adquisiciones netas mensuales en el marco del APP. La menor contribución al crecimiento de M3 de las adquisiciones de activos por parte del Eurosistema se vio amortiguada por una aportación bastante constante y robusta del crédito al sector privado desde finales de 2017 (véanse las partes de color azul de las barras del gráfico 19). En este concepto se incluyen los préstamos otorgados por las instituciones financieras monetarias (IFM) al sector privado y las tenencias de las IFM de valores representativos de deuda emitidos por el sector privado de la zona del euro, excluidas las IFM. Por tanto, también comprende la provisión de crédito mediante 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. La persistente contracción de los pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas) de las IFM en poder de residentes en la zona del euro distintos de IFM contribuyó positivamente al crecimiento de M3 (se incluyen junto a otras contrapartidas en las partes de color verde oscuro de las barras del gráfico 19). Esta evolución está relacionada con la sustitución de las fuentes de financiación por fondos más atractivos procedentes de las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO, por sus siglas en inglés) y las compras de bonos garantizados por parte del Eurosistema en el marco del tercer programa de adquisiciones de bonos garantizados. El crédito a las AAPP concedido por las IFM, excluido el Eurosistema, continuó frenando el crecimiento de M3 (véanse las partes de color verde claro de las barras del gráfico 19). Por último, los activos exteriores netos de las IFM (véanse las partes de color amarillo de las barras del gráfico 19) siguieron lastrando el crecimiento interanual de M3.

## Gráfico 19

### M3 y sus contrapartidas

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



Fuente: BCE.

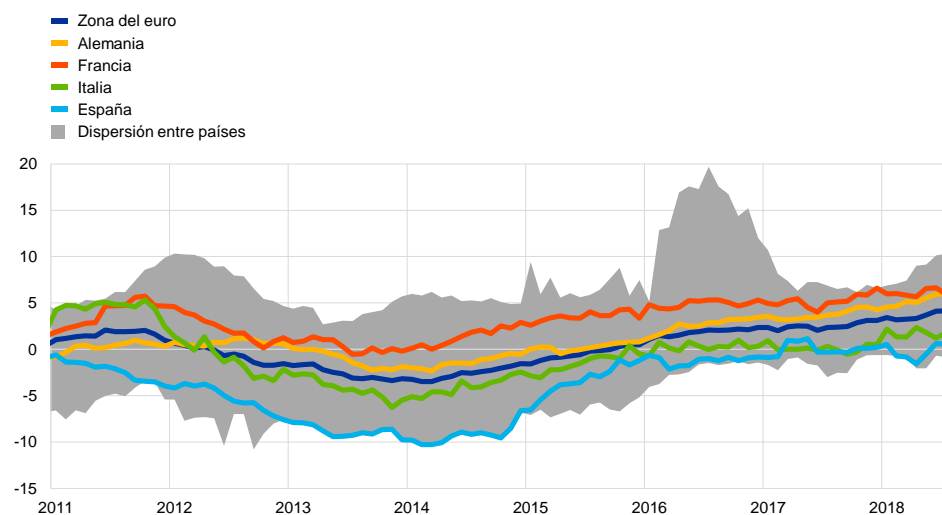
Notas: El crédito al sector privado comprende los préstamos concedidos por las IFM al sector privado y las tenencias de las IFM de valores representativos de deuda emitidos por el sector privado de la zona del euro, excluidas IFM. Por lo tanto, incluye las tenencias de valores representativos de deuda del Eurosistema adquiridos en el marco del programa de compras de bonos corporativos. La última observación corresponde a julio de 2018.

**La recuperación del crecimiento de los préstamos al sector privado observada desde principios de 2014 prosigue.** La tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM al sector privado (ajustados de titulizaciones, otras transferencias y centralización nocial de tesorería [*notional cash pooling*]) fue del 3,4 % en julio, frente al 3,5 % de junio (véase gráfico 18). Por sectores, el ritmo de avance interanual de los préstamos a sociedades no financieras se mantuvo estable en el 4,1 % en julio, habiéndose recuperado significativamente desde el mínimo registrado en el primer trimestre de 2014, aunque continuó siendo dispar entre países (véase gráfico 20). El aumento de estos préstamos se sustenta en las condiciones de financiación muy favorables y en la sólida expansión de la inversión empresarial. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a hogares permaneció sin variación en el 3 % en julio, con una acusada heterogeneidad entre países (véase gráfico 21). Estos préstamos se apoyan en las condiciones de financiación muy favorables, la mejora de los mercados de trabajo, la madurez de los mercados de la vivienda y el crecimiento de la inversión residencial y del consumo privado. Además, las entidades de crédito han avanzado en el saneamiento de sus balances, en la mejora de su rentabilidad y en la reducción de los préstamos dudosos, aunque el nivel de estos últimos sigue siendo elevado en algunos países.

## Gráfico 20

### Préstamos de las IFM a las sociedades no financieras en una selección de países de la zona del euro

(tasas de variación interanual)



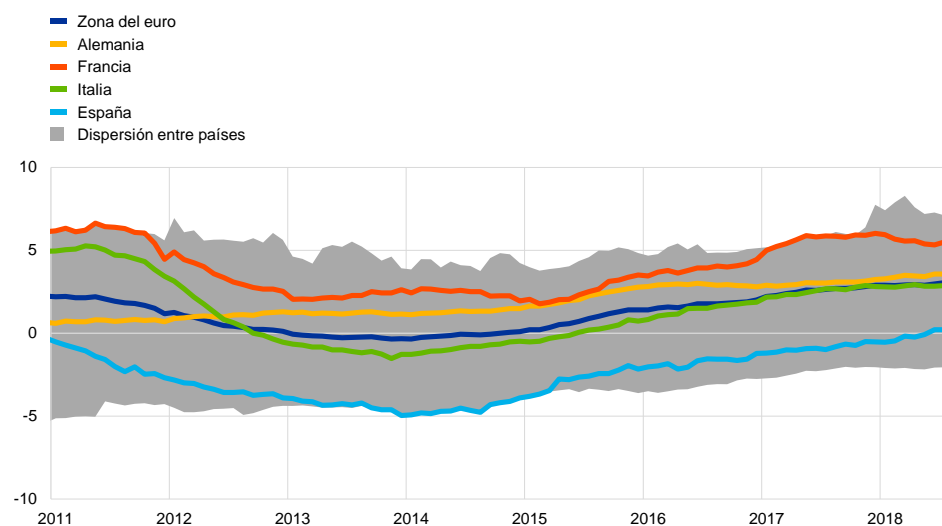
Fuente: BCE.

Notas: Ajustados de titulaciones, otras transferencias y centralización nacional de tesorería. La dispersión entre países se calcula sobre la base de valores mínimos y máximos en una muestra fija de doce países de la zona del euro. La última observación corresponde a julio de 2018.

## Gráfico 21

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

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

Notas: Ajustados de titulaciones y otras transferencias. La dispersión entre países se calcula sobre la base de valores mínimos y máximos en una muestra fija de doce países de la zona del euro. La última observación corresponde a julio de 2018.

### Las condiciones de financiación de las entidades de crédito continuaron

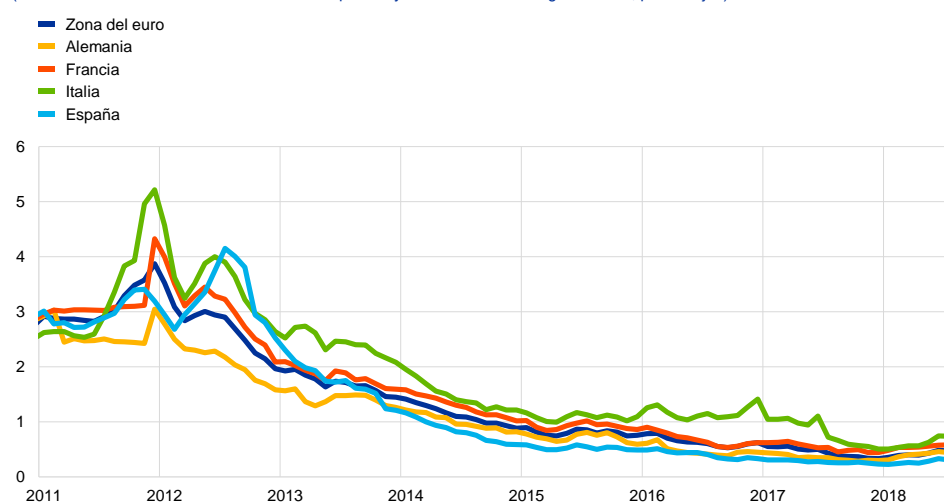
**siendo favorables.** En julio, el coste sintético de la financiación de las entidades de crédito de la zona del euro mediante deuda se mantuvo prácticamente sin variación (véase gráfico 22). Esta evolución fue reflejo de la estabilización de la rentabilidad de los bonos bancarios y de la invariabilidad del coste de la financiación mediante

depósitos. Los costes medios de financiación de las entidades de crédito de la zona del euro han aumentado desde principios de 2018. Este movimiento al alza es consecuencia, sobre todo, de la evolución de la rentabilidad de los bonos bancarios, que ha pasado a ser más dispar entre países, en el entorno de mayor incertidumbre política. En conjunto, la orientación acomodaticia de la política monetaria del BCE, la amortización neta de pasivos financieros a más largo plazo de las IFM y el fortalecimiento de los balances bancarios siguieron contribuyendo a las favorables condiciones de financiación de las entidades de crédito.

## Gráfico 22

### Coste sintético de la financiación de las entidades de crédito mediante deuda

(coste sintético de la financiación mediante depósitos y mediante deuda no garantizada; porcentajes)



Fuentes: BCE, Markit Iboxx y cálculos del BCE.

Notas: El coste sintético de los depósitos se calcula como una media de los tipos de interés de las nuevas operaciones de depósitos a la vista, depósitos a plazo y depósitos con preaviso, ponderada por los correspondientes saldos vivos. La última observación corresponde a julio de 2018.

### Los tipos de interés del crédito bancario concedido a las sociedades no financieras y a los hogares se mantuvieron próximos a sus mínimos históricos.

Los tipos de interés sintéticos de los préstamos bancarios otorgados a las sociedades no financieras (véase gráfico 23) se redujeron al 1,64 % en julio, un nivel cercano al mínimo histórico del 1,62 % observado en mayo de 2018, y los de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda (véase gráfico 24) permanecieron prácticamente sin variación en el 1,81 %, solo algo por encima del mínimo histórico del 1,78 % registrado en diciembre de 2016. En conjunto, los tipos sintéticos de los préstamos bancarios concedidos a las sociedades no financieras y a los hogares han disminuido significativamente más que los tipos de interés de referencia del mercado desde que el BCE anunció medidas de expansión crediticia en junio de 2014, lo que señala una mejora en la transmisión de las medidas de política monetaria a los tipos de interés de estos préstamos. El descenso de los costes sintéticos de la financiación de las entidades de crédito citado anteriormente ha favorecido la reducción de los tipos de interés sintéticos de los préstamos. Entre mayo de 2014 y julio de 2018, los tipos de interés sintéticos de los préstamos concedidos a las sociedades no financieras y a los hogares cayeron 129 puntos básicos y 110 puntos básicos, respectivamente. En el caso de las sociedades no

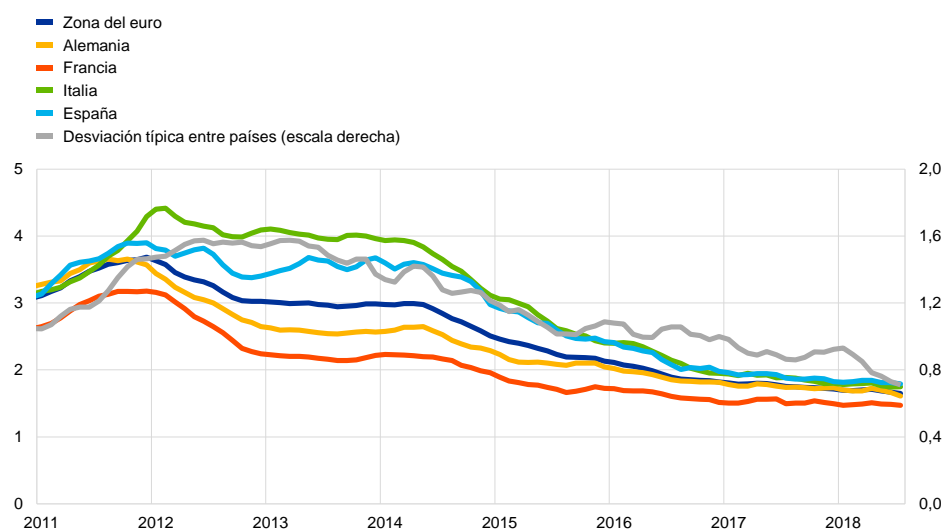


financieras, esta disminución fue particularmente pronunciada en los países de la zona del euro más afectados por la crisis financiera, lo que se ha traducido en una transmisión más homogénea de la política monetaria. En ese mismo período, el diferencial de tipos de interés entre los créditos de hasta 250.000 euros y los créditos de más de un millón de euros en la zona del euro se estrechó de forma considerable. 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 23

#### Tipos de interés sintéticos de los préstamos a sociedades no financieras

(porcentajes; medias móviles de tres meses)



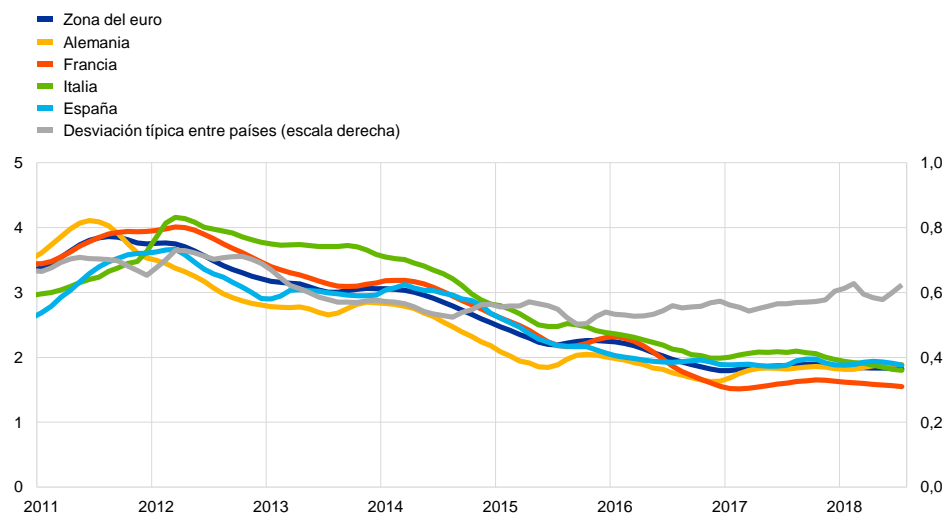
Fuente: BCE.

Notas: El indicador del coste total de financiación bancaria se calcula agregando los tipos de interés a corto y a largo plazo utilizando una media móvil de 24 meses del volumen de nuevas operaciones. La desviación típica entre países se calcula sobre una muestra fija de doce países de la zona del euro. La última observación corresponde a julio de 2018.

## Gráfico 24

### Tipos de interés sintéticos de los préstamos para adquisición de vivienda

(porcentajes; medias móviles de tres meses)



Fuente: BCE.

Notas: El indicador del coste total de financiación bancaria se calcula agregando los tipos de interés a corto y a largo plazo utilizando una media móvil de 24 meses del volumen de nuevas operaciones. La desviación típica entre países se calcula sobre una muestra fija de doce países de la zona del euro. La última observación corresponde a julio de 2018.

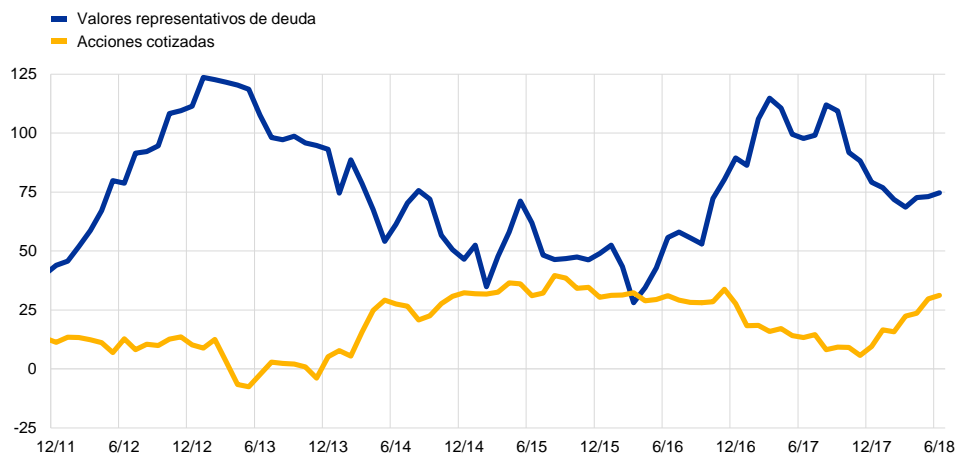
**Se estima que el flujo interanual total de la financiación externa de las sociedades no financieras de la zona del euro aumentó considerablemente en el segundo trimestre de 2018.** Esta evolución refleja, sobre todo, un nuevo fortalecimiento de la dinámica del crédito bancario, respaldada, entre otros factores, por la relajación continuada de los criterios de aprobación y por la reducción del coste relativo de la financiación bancaria. En conjunto, la recuperación de la financiación externa de las sociedades no financieras, observada desde principios de 2014, se ha sustentado en el fortalecimiento de la actividad económica, en la transmisión de las medidas de política monetaria adoptadas (con la mejora de las condiciones del crédito) y en las necesidades de financiación derivadas del mayor número de fusiones y adquisiciones. Al mismo tiempo, el elevado volumen de beneficios no distribuidos de estas sociedades ha reducido la necesidad de financiación externa.

**En el segundo trimestre de 2018, las emisiones netas de valores representativos de deuda por parte de las sociedades no financieras estuvieron más contenidas que en el primer trimestre del año.** En términos de flujos mensuales, en el segundo trimestre de 2018, las emisiones netas mantuvieron su intensidad en abril y en mayo, pero pasaron a ser negativas en junio, ya que las amortizaciones fueron superiores a las emisiones brutas. En términos de flujos interanuales (véase gráfico 25), las emisiones netas de valores representativos de deuda se estabilizaron en torno a los niveles alcanzados a principios del año, mientras que las emisiones netas de acciones cotizadas continuaron aumentando. Los datos de mercado sugieren que la actividad emisora en julio y en agosto estuvo en consonancia con los patrones estacionales históricos. Sin embargo, las emisiones netas de acciones cotizadas por parte de las sociedades no financieras crecieron de forma considerable en el segundo trimestre de 2018.

### Gráfico 25

#### Emisiones netas de valores representativos de deuda y de 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 junio de 2018.

#### **El coste de financiación de las sociedades no financieras se mantuvo próximo a los favorables niveles registrados a principios del año.**

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, fue del 4,4 % en julio, prácticamente sin variación con respecto a junio de 2018, y se estima que permaneció estable en agosto. El coste actual de la financiación externa se sitúa solo alrededor de 37 puntos básicos por encima del mínimo histórico de julio de 2016 y, por tanto, sigue estando por debajo del nivel observado a mediados de 2014, cuando empezaron a surgir expectativas de mercado sobre la introducción del programa de compras de valores públicos.

## 6 Evolución de las finanzas públicas

*Se espera que el déficit presupuestario de la zona del euro siga reduciéndose durante el horizonte de proyección (2018-2020), debido principalmente a las condiciones cíclicas favorables y a la disminución de los pagos por intereses, a medida que la deuda de elevado coste continúe sustituyéndose por deuda nueva emitida a unos tipos de interés más bajos. Se espera que la orientación general de la política fiscal de la zona del euro sea básicamente neutral en 2018 y ligeramente expansiva en 2019, antes de retornar a niveles prácticamente neutrales en 2020. Aunque la deuda pública en relación con el PIB de la zona del euro seguirá descendiendo, se mantendrá en niveles elevados. En particular, los países con altos niveles de deuda se beneficiarían de la realización de esfuerzos de consolidación adicionales para situar su ratio de deuda pública en una firme senda descendente.*

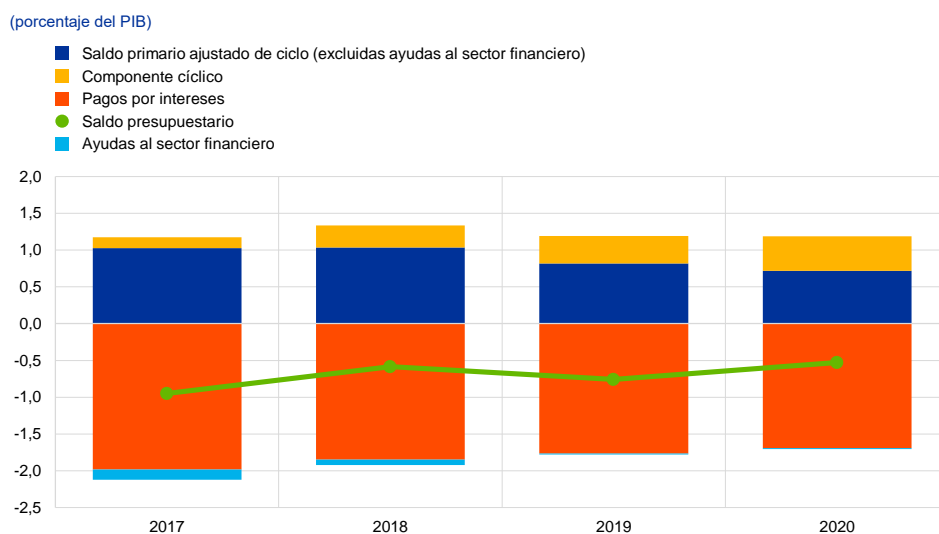
**Se prevé que el déficit presupuestario de las Administraciones Públicas de la zona del euro continúe disminuyendo durante el horizonte de proyección (2018-2020).** Según las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE de septiembre de 2018<sup>4</sup>, la ratio de déficit de las Administraciones Públicas de la zona del euro descenderá desde el 1 % del PIB en 2017<sup>5</sup> hasta el 0,5 % del PIB en 2020. Se espera que esta mejora se vea interrumpida temporalmente en 2019, aunque debido únicamente a factores de carácter transitorio. La mejora general de las perspectivas de las finanzas públicas está impulsada principalmente por la evolución cíclica favorable y por la disminución de los pagos por intereses. Esta mejora se verá contrarrestada, en parte, por una reducción del saldo primario ajustado de ciclo en 2019 y 2020 (véase gráfico 26). En comparación con las proyecciones de los expertos del Eurosistema de junio de 2018, las perspectivas relativas al déficit de las Administraciones Públicas de la zona de euro se mantienen prácticamente sin cambios.

<sup>4</sup> Véanse las «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de septiembre de 2018», BCE, 2018.

<sup>5</sup> Como las proyecciones suelen tener en cuenta las revisiones más recientes de los datos, podría haber diferencias con respecto a los datos validados más recientes de Eurostat.

## Gráfico 26

### Saldo presupuestario y sus componentes



Fuentes: BCE y proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE de septiembre de 2018.  
Notas: Los datos se refieren al agregado del sector de Administraciones Públicas de la zona del euro.

**A tenor de las proyecciones, la orientación de la política fiscal de la zona del euro será básicamente neutral en 2018 y ligeramente expansiva en 2019, antes de retornar a niveles prácticamente neutrales en 2020<sup>6</sup>.** Se espera que la reducción de los impuestos directos y de las cotizaciones sociales contribuya al ligero tono expansivo de la política fiscal en su conjunto durante todo el horizonte de proyección, y, especialmente, en 2019.

**Se prevé que la ratio agregada de deuda pública en relación con el PIB de la zona del euro continúe disminuyendo.** Las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE de septiembre de 2018 apuntan a que la deuda agregada de las Administraciones Públicas en relación con el PIB de la zona del euro descenderá desde el 86,6 % de 2017<sup>7</sup> hasta el 80,6 % en 2020. La reducción proyectada de la deuda pública se sustenta tanto en el diferencial entre tipos de interés y crecimiento como en los superávits primarios (véase gráfico 27). No obstante, se prevé que los ajustes entre déficit y deuda compensen algunos de estos efectos. En comparación con las proyecciones de junio de 2018, se espera que el descenso de la ratio deuda/PIB de la zona del euro sea algo más moderado, debido fundamentalmente a un diferencial entre tipos de interés y crecimiento más elevado, que solo se verá contrarrestado parcialmente por el aumento de los superávits primarios. Según las proyecciones, las perspectivas relativas a la deuda mejorarán en la mayoría de los países de la zona del euro, aunque en algunos de

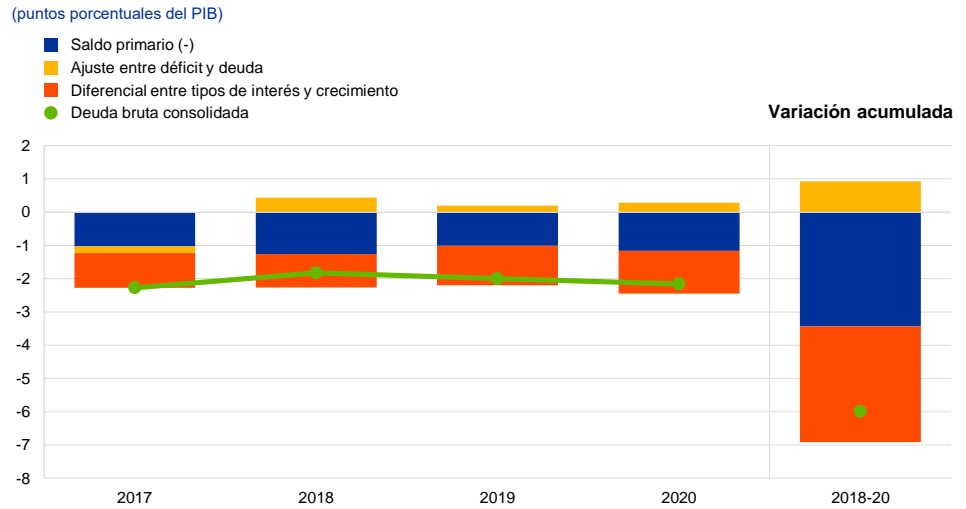
<sup>6</sup> La orientación fiscal refleja la dirección y el tamaño del estímulo proporcionado por las políticas fiscales a la economía, más allá de la reacción automática de las finanzas públicas al ciclo económico, y se mide como la variación del saldo estructural primario, es decir, la ratio de saldo primario ajustado de ciclo, excluidas las ayudas públicas al sector financiero. En el artículo titulado «The euro area fiscal stance», *Boletín Económico*, número 4, BCE, 2016, se presenta información más detallada sobre el concepto de orientación de la política fiscal de la zona del euro.

<sup>7</sup> Como las proyecciones suelen tener en cuenta las revisiones más recientes de los datos, podría haber diferencias con respecto a los datos validados más recientes de Eurostat.

ellos los niveles de deuda seguirán superando considerablemente el valor de referencia del 60 % del PIB.

### Gráfico 27

#### Factores determinantes de la variación de la deuda pública



Fuentes: BCE y proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE de septiembre de 2018.  
 Notas: Los datos se refieren al agregado del sector de Administraciones Públicas de la zona del euro.

**Los países han de continuar aplicando ajustes fiscales, cumpliendo íntegramente el Pacto de Estabilidad y Crecimiento.** Es esencial que se realicen esfuerzos de consolidación adicionales, especialmente en los países con niveles de deuda elevados, para que la ratio de deuda pública se sitúe en una firme senda descendente, ya que el alto endeudamiento de estos países les hace particularmente vulnerables a recesiones futuras o a nuevos episodios de inestabilidad en los mercados financieros. Un factor que ha contribuido significativamente al aumento de los niveles de deuda son las medidas de apoyo al sector financiero adoptadas en diversos países. En el recuadro 4 de este Boletín Económico se muestra que aunque parece que el impacto de este apoyo sobre la deuda alcanzó ya su nivel máximo, continúan sintiéndose los efectos. Además, los pasivos contingentes atribuidos al sector financiero siguen siendo elevados en diversos países, lo que subraya la necesidad de adoptar políticas fiscales prudentes en el futuro, así como la importancia de reforzar el marco institucional en la zona del euro.