

Información actualizada sobre la evolución económica y monetaria

Resumen

La información disponible desde que tuvo lugar la reunión de política monetaria del Consejo de Gobierno celebrada en septiembre, pese a que indica una evolución algo más débil de lo previsto, sigue siendo acorde, en conjunto, con una expansión generalizada y sostenida de la economía de la zona del euro y con un aumento gradual de las presiones inflacionistas. Los riesgos para las perspectivas de crecimiento de la zona del euro aún pueden considerarse, en general, equilibrados. Al mismo tiempo, los riesgos relacionados con el proteccionismo, las vulnerabilidades en las economías emergentes y la volatilidad de los mercados financieros siguen siendo importantes. Con todo, la fortaleza subyacente de la economía sigue reforzando 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 eliminación gradual de las compras netas de activos. No obstante, todavía es 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 respaldo 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.

Los indicadores de opinión sobre el crecimiento económico mundial se han deteriorado recientemente, en consonancia con la maduración del ciclo económico mundial. El dinamismo del comercio mundial se ha moderado en un entorno de medidas y de amenazas relacionadas con el aumento de los aranceles comerciales por parte de Estados Unidos, así como de posibles represalias de los países afectados, si bien, a corto plazo, las perspectivas siguen siendo estables. Las condiciones financieras globales continúan siendo favorables para las economías avanzadas, aunque están generando dificultades para las emergentes.

En la zona del euro, los rendimientos de la deuda soberana se han incrementado en un contexto de aumento de los tipos de interés libres de riesgo a escala mundial y de crecientes tensiones en los mercados de deuda soberana de algunos países de la zona. Al mismo tiempo los precios de las acciones han disminuido, lo que refleja una mayor percepción de riesgo. En cambio, los diferenciales de los rendimientos de la renta fija privada apenas han variado. En los mercados de divisas, el tipo de cambio efectivo del euro se ha mantenido prácticamente estable.

El PIB real registró un incremento intertrimestral del 0,4 % en el primer y el segundo trimestre de 2018. De cara al futuro, la información más reciente sigue siendo acorde, en general, con el escenario base del Consejo de Gobierno de una expansión generalizada y sostenida de la economía. Sin embargo, algunos acontecimientos recientes en sectores concretos están afectando al perfil de crecimiento a corto plazo. Las medidas de política monetaria del BCE continúan sosteniendo la demanda interna. El consumo privado se está viendo favorecido por el crecimiento continuo del empleo y por el aumento de los salarios. La inversión empresarial está respaldada por la fortaleza de la demanda interna, las favorables condiciones de financiación y la rentabilidad de las empresas. La inversión en vivienda sigue siendo sólida. Además, se espera que la expansión de la actividad mundial continúe impulsando las exportaciones de la zona del euro, aunque a un ritmo más lento.

La inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro se situó en el 2,1 % en septiembre de 2018, frente al 2 % registrado en agosto, 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 en los próximos meses. 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. De cara al futuro, se espera que la inflación subyacente repunte hacia finales de año y siga incrementándose 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.

El análisis monetario muestra que el crecimiento del agregado monetario amplio (M3) se situó en el 3,5 % en septiembre de 2018, frente al 3,4 % registrado en agosto. El crecimiento de los préstamos al sector privado siguió fortaleciéndose, prolongando la tendencia al alza observada desde principios de 2014. La encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro correspondiente al tercer trimestre de 2018 indica que el crecimiento de los préstamos sigue estando respaldado por el aumento de la demanda en todas las categorías de préstamos y por las favorables condiciones de los préstamos a empresas y para adquisición de vivienda.

Combinando los resultados del análisis económico y las señales procedentes del análisis monetario, el Consejo de Gobierno concluyó 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.

Basándose en esta valoración, 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 relación con las medidas de política monetaria no convencionales, el Consejo de Gobierno confirmó que el Eurosistema continuará

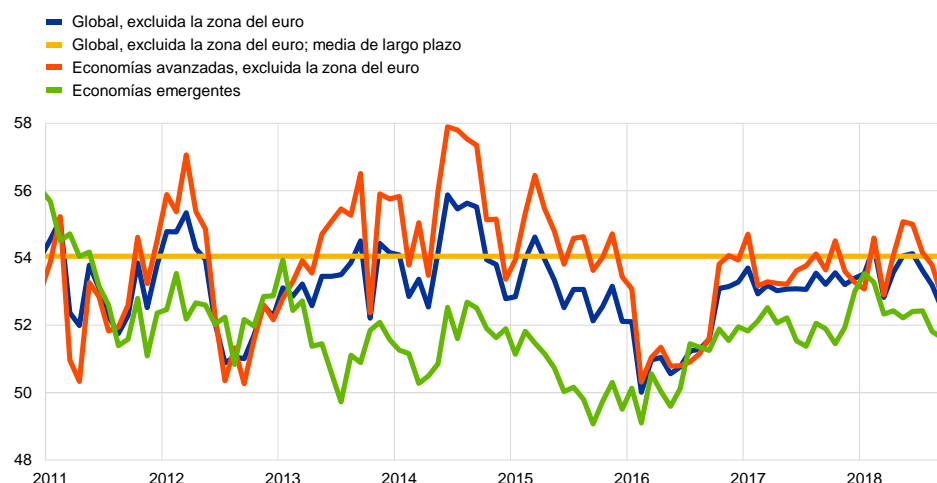
realizando adquisiciones netas en el marco del programa de compra de activos (APP, por sus siglas en inglés) al nuevo ritmo de 15 mm de euros mensuales hasta el final de diciembre de 2018. Por otro lado, anticipa que, siempre que los nuevos datos confirmen sus perspectivas de inflación a medio plazo, las compras netas cesarán entonces. Además 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 globales de opinión relativos al crecimiento económico se han deteriorado recientemente, en consonancia con la maduración del ciclo económico mundial. En septiembre, el índice de directores de compras (PMI) compuesto global de producción, excluida la zona del euro, retrocedió aún más por debajo de su media de largo plazo (véase gráfico 1), registrando la cota más baja de los dos últimos años. Este descenso estuvo impulsado tanto por las manufacturas como por los servicios. En términos intertrimestrales, el nivel medio del PMI para el tercer trimestre de este año se redujo con respecto al del trimestre precedente. El PMI compuesto de producción disminuyó en la mayoría de las economías avanzadas, entre otras, Estados Unidos, Japón y el Reino Unido. Respecto a las economías emergentes, este índice aumentó en la India, pero se debilitó en China, Rusia y Brasil, y en este último país permaneció por debajo del umbral de expansión de la actividad.

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 septiembre de 2018. «Media de largo plazo» se refiere al período comprendido entre enero de 1999 y septiembre de 2018.

Los riesgos para la economía mundial siguen sesgados a la baja en un entorno de medidas y de amenazas en relación con el aumento de los aranceles comerciales por parte de Estados Unidos, así como de posibles represalias de los países afectados. La Administración estadounidense aplicó aranceles a las importaciones de China por valor de otros 200 mm de dólares estadounidenses, con efecto desde el 24 de septiembre de 2018, y China respondió con aranceles a las exportaciones de Estados Unidos por un importe adicional de 60 mm de dólares. Dada la magnitud de estas medidas, la incertidumbre sobre su impacto se ha incrementado, en particular en lo que respecta al clima empresarial y a los planes de gasto de capital. La incertidumbre de política económica también continúa siendo elevada. Aunque Estados Unidos

está considerando la introducción de aranceles adicionales a las exportaciones procedentes de China y la ampliación de las medidas proteccionistas en el sector del automóvil, el nuevo acuerdo comercial alcanzado entre Estados Unidos, México y Canadá (USMCA, por sus siglas en inglés) señala una disminución de las tensiones comerciales. En general, los riesgos para el crecimiento mundial derivados del creciente proteccionismo siguen siendo significativos.

Las condiciones financieras globales continúan siendo favorables para las economías avanzadas, aunque están generando dificultades para las economías emergentes.

En general, la política monetaria sigue siendo acomodaticia en las economías avanzadas. Al mismo tiempo, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal de Estados Unidos incrementó los tipos de interés oficiales en septiembre, en un contexto de crecimiento sólido, de aumento de la inflación y de tensiones en el mercado de trabajo. Tras la decisión de subir los tipos, el rendimiento de la deuda pública a diez años de este país alcanzó su nivel más elevado desde 2011, mientras que los mercados bursátiles internacionales registraron fuertes caídas. En China, las condiciones financieras se relajaron después de que su banco central adoptara medidas en respuesta al deterioro de las perspectivas de actividad económica ante las crecientes tensiones comerciales. No obstante, más en general, las condiciones financieras siguen siendo restrictivas en las economías emergentes y están lastrando las perspectivas de actividad económica. En conjunto, la tolerancia al riesgo a escala global no se ha recuperado totalmente en los últimos meses, y los inversores financieros parecen discriminar cada vez más a las economías emergentes con desequilibrios significativos, grandes necesidades de financiación externa y un margen limitado para recibir el apoyo de las políticas. Además, las posibles subidas adicionales de los tipos de interés en Estados Unidos y la mayor fortaleza del dólar podrían generar un endurecimiento adicional de las condiciones financieras en los mercados emergentes.

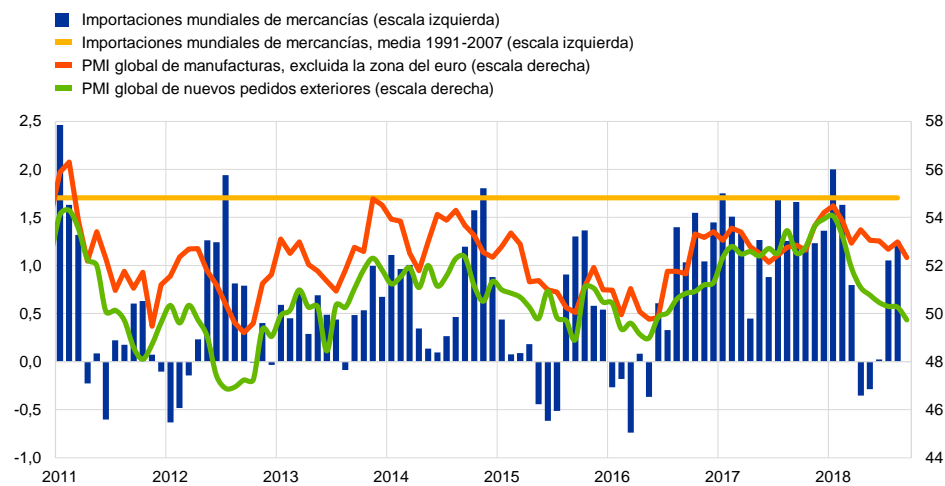
El dinamismo del comercio mundial se ha moderado, si bien las perspectivas a corto plazo siguen siendo estables.

Después de registrar cifras muy desfavorables en el segundo trimestre del año, las importaciones mundiales de mercancías continuaron recuperándose en agosto, debido a la mayor fortaleza de las importaciones de las economías emergentes (véase gráfico 2). El PMI global de nuevos pedidos exteriores cayó y se situó por debajo del umbral de expansión en septiembre, aunque la media correspondiente al tercer trimestre del año se mantuvo por encima del nivel neutral. Otros indicadores de comercio muestran señales dispares. En conjunto, los datos recientes indican que el crecimiento del comercio fue moderado pero constante en ese trimestre.

Gráfico 2

Comercio mundial de bienes 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 agosto de 2018 para las importaciones mundiales de mercancías y a septiembre de 2018 para los PMI.

La inflación mundial fue estable en agosto. En los países de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), la inflación interanual medida por los precios de consumo se mantuvo sin variación en el 2,9 % en agosto, mientras que la inflación, excluidos la energía y los alimentos, se situó en el 2,1 %. De cara al futuro, se espera que las presiones inflacionistas globales continúen contenidas. Aunque las presiones al alza procedentes de los precios del petróleo deberían disminuir en el medio plazo, se prevé que el descenso gradual de la capacidad ociosa de la economía sostenga la inflación subyacente.

Los mercados de crudo se han visto afectados principalmente por factores relacionados con las sanciones de Estados Unidos a Irán. Los precios del Brent se incrementaron desde el mínimo de 70 dólares estadounidenses por barril registrado en el verano hasta 86 dólares el 3 de octubre, ya que las perspectivas de aplicación de sanciones comenzaron a afectar a las exportaciones de crudo iraní y la OPEP decidió no seguir aumentando la producción. La caída de los precios del petróleo observada más recientemente, hasta 76 dólares por barril el 23 de octubre, estuvo impulsada por los anuncios de Arabia Saudí y Rusia de que podrían incrementar la producción en caso necesario, así como por las ventas masivas que se produjeron en los mercados bursátiles internacionales y por el deterioro de las previsiones de crecimiento de la demanda de petróleo. Los precios de las materias primas no energéticas han descendido aproximadamente un 2 % desde finales de julio y, aunque los precios de los alimentos disminuyeron ligeramente, los de los metales aumentaron, sobre todo como consecuencia de la subida de los precios del mineral de hierro.

En Estados Unidos, las perspectivas de actividad económica siguen siendo sólidas. El PIB real avanzó a una tasa anualizada del 4,2 % en el segundo trimestre de 2018, desde el 2,2 % registrado el trimestre anterior. Esta pronunciada aceleración se debió, en parte, a la fortaleza de las exportaciones. Dado que estas

exportaciones fueron una respuesta anticipada a las expectativas de aplicación de aranceles en el futuro, no se espera que el apoyo procedente del comercio perdure. Por otra parte, puede que la nueva intensificación de las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China afecte de manera creciente a la confianza de las empresas y, en consecuencia, al gasto en inversión. Con todo, las perspectivas a corto plazo siguen siendo favorables, y están respaldadas por la solidez de los fundamentos macroeconómicos y la considerable expansión fiscal procíclica. Mientras tanto, en el mercado de trabajo, el ritmo de creación de empleo continuó siendo intenso en septiembre, y la tasa de paro se redujo de nuevo, hasta situarse en el 3,7 %, la más baja desde diciembre de 1969. La inflación interanual medida por el índice de precios de consumo (IPC) descendió hasta el 2,3 % en septiembre, mientras que el IPC, excluidos la energía y los alimentos, se mantuvo en el 2,2 %.

En Japón, la actividad económica fue vigorosa en el segundo trimestre, aunque las condiciones meteorológicas extremas han aumentado la incertidumbre sobre las perspectivas. Después de experimentar una ligera contracción en el primer trimestre del año, la actividad económica repuntó en el segundo trimestre, favorecida por la intensa actividad inversora. No obstante, las perspectivas siguen estando sujetas a una creciente incertidumbre. Tras las fuertes lluvias y las inundaciones que se produjeron en la parte occidental de Japón en julio, es probable que el impacto del tifón Jebi y el terremoto que sacudió la isla de Hokkaido en septiembre lastren la actividad económica. A más largo plazo se espera que la economía japonesa retorne a una senda de crecimiento moderado, aunque a un ritmo que se irá ralentizando gradualmente, ya que la disminución de la capacidad productiva sin utilizar y la reducción del apoyo fiscal pueden limitar las perspectivas de crecimiento, pese a la orientación acomodaticia de la política monetaria. Además, la incertidumbre política sobre las políticas comerciales sigue siendo significativa, en especial por la posibilidad de que se apliquen aranceles al sector del automóvil de este país. Mientras tanto, los indicadores del mercado de trabajo señalan un aumento de las tensiones, al tiempo que la dinámica alcista de los precios y los salarios se mantiene contenida. La inflación interanual medida por el IPC se situó en el 1,2 % en septiembre, mientras que el IPC, excluidos la energía y los alimentos, permaneció en niveles próximos a cero.

En el Reino Unido, el crecimiento del PIB real se recuperó ligeramente en el segundo trimestre, en el que registró un avance del 0,4 %, en términos intertrimestrales, después de que la tasa de crecimiento del primer trimestre se revisara a la baja hasta el 0,1 %. El consumo de los hogares se ralentizó, mientras que la inversión y el comercio fueron corregidos considerablemente a la baja, lo que puso de manifiesto contracciones de ambos componentes durante dos trimestres consecutivos. Los indicadores PMI más recientes sugieren una tasa de crecimiento intertrimestral del PIB similar en el tercer trimestre, aunque los indicadores coyunturales para el sector manufacturero orientado a la exportación señalan unas perspectivas menos optimistas. Esto está en consonancia con el contexto de moderación del crecimiento mundial, de crecientes tensiones comerciales y de mayor incertidumbre en torno a los resultados de las negociaciones sobre la salida del país de la Unión Europea en marzo de 2019. Tras repuntar levemente durante el verano, la inflación cayó hasta situarse en el 2,4 % en septiembre, desde el 2,7 %

de agosto. La volatilidad observada en los meses estivales fue, en gran parte, acorde con lo esperado, reflejando la evolución anterior de los precios del petróleo y un ligero debilitamiento de la libra hacia finales del segundo trimestre del año.

En China, el crecimiento del PIB se moderó solo ligeramente en el tercer trimestre de 2018, en un contexto de apoyo adicional de las políticas. Ese trimestre, la tasa de crecimiento interanual del PIB real fue del 6,5 %, impulsada por la fortaleza del consumo, el respaldo de las políticas públicas y la sólida evolución de las exportaciones. No obstante, a corto plazo, la desaceleración del mercado de la vivienda y los efectos retardados del endurecimiento previo de las condiciones financieras podrían lastrar el crecimiento. Asimismo, se espera que los nuevos aranceles aplicados por la Administración estadounidense a las exportaciones chinas por un valor adicional de 200 mm de dólares afecten negativamente a la actividad económica. Para mitigar este impacto, las autoridades chinas han anunciado un amplio conjunto de medidas no arancelarias destinadas a promover el crecimiento del comercio y fomentar la inversión interna. Además, el arancel medio aplicado a las importaciones se reducirá del 9,8 % en 2017 al 7,5 % a partir del 1 de noviembre. La inflación general medida por el IPC aumentó ligeramente en septiembre y se situó en el 2,5 %, pero la inflación subyacente descendió hasta el 1,7 %.

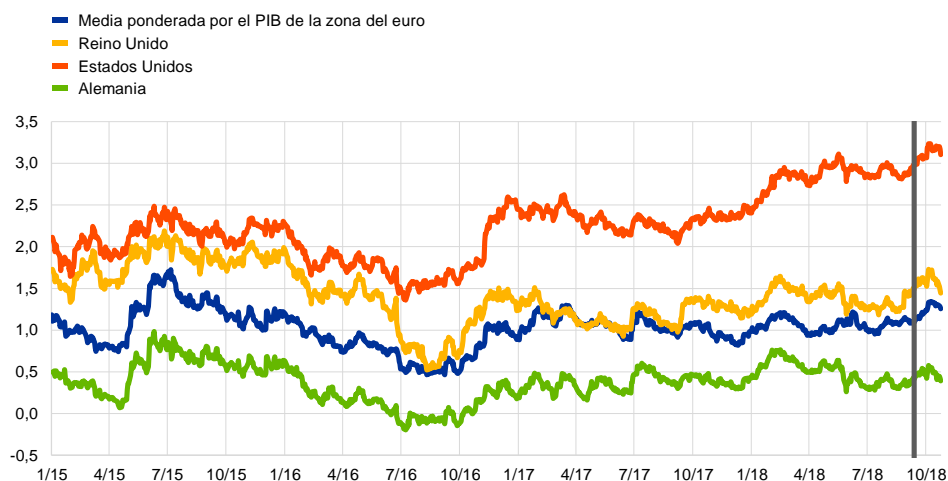
2 Evolución financiera

Los rendimientos de la deuda pública de la zona del euro han aumentado desde mediados de septiembre (véase gráfico 3). En el período de referencia (del 13 de septiembre al 24 de octubre de 2018), el rendimiento de la deuda soberana a diez años de la zona del euro ponderado por el PIB se incrementó en 18 puntos básicos y se situó en el 1,28 %, en un contexto de aumento de los tipos de interés libres de riesgo a escala mundial y de crecientes tensiones en los mercados de deuda soberana de algunos países de la zona del euro. El diferencial de rendimiento de la deuda soberana de Italia a diez años con respecto a la deuda pública alemana al mismo plazo se amplió en 86 puntos básicos hasta situarse en el 3,22 %. Los diferenciales de la deuda equivalente de España y Portugal crecieron algo menos. En Estados Unidos, los rendimientos de la deuda soberana aumentaron 20 puntos básicos hasta alcanzar el 3,17 %, y en el Reino Unido disminuyeron 3 puntos básicos hasta el 1,48 %.

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 (13 de septiembre de 2018). La última observación corresponde al 24 de octubre de 2018.

Los índices bursátiles amplios de la zona del euro registraron descensos.

Las cotizaciones del sector financiero y de las sociedades no financieras de la zona del euro retrocedieron en torno a un 7 % durante el período considerado, como consecuencia de la subida del tipo de descuento y de las primas de riesgo a raíz de las tensiones en los mercados de deuda soberana de la zona. Sin embargo, las expectativas de sólidos beneficios empresariales continuaron sosteniendo las cotizaciones de la zona del euro. Los precios de las acciones de las sociedades no financieras y del sector financiero de Estados Unidos también se redujeron (un 6 % y un 7,5 %, respectivamente) durante el período analizado. Como resultado de los descensos, las expectativas de los mercados acerca de la volatilidad de las cotizaciones bursátiles en el futuro aumentaron tanto en la zona del euro como en Estados Unidos, y registraron tasas anualizadas del 21,5 % y

del 21 %, respectivamente. Estos niveles continúan siendo relativamente reducidos desde una perspectiva histórica.

Los diferenciales de rendimiento de los valores de renta fija emitidos por las sociedades no financieras de la zona del euro se mantuvieron relativamente aislados de las tensiones en los mercados de deuda soberana y de renta variable. En comparación con mediados de septiembre, 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 descenso de 3 puntos básicos, hasta situarse en 64 puntos básicos. Los diferenciales de la deuda con calificación de grado de inversión del sector financiero aumentaron 3 puntos básicos hasta los 93 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 permanecieron 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, por sus siglas en inglés).

El índice medio del tipo de interés del euro a un día (eonia) fluctuó entre -35 y -37 puntos básicos durante el período considerado. El exceso de liquidez se redujo unos 37 mm de euros, hasta una cifra aproximada de 1.867 mm de euros. Este descenso obedeció al aumento de los factores autónomos netos, al vencimiento de la primera serie de operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO-I) y a algunos reembolsos anticipados de la financiación obtenida en la segunda serie (TLTRO-II). Al mismo tiempo, las adquisiciones realizadas en el marco del programa de compra de activos del Eurosistema compensaron parcialmente la reducción del exceso de liquidez.

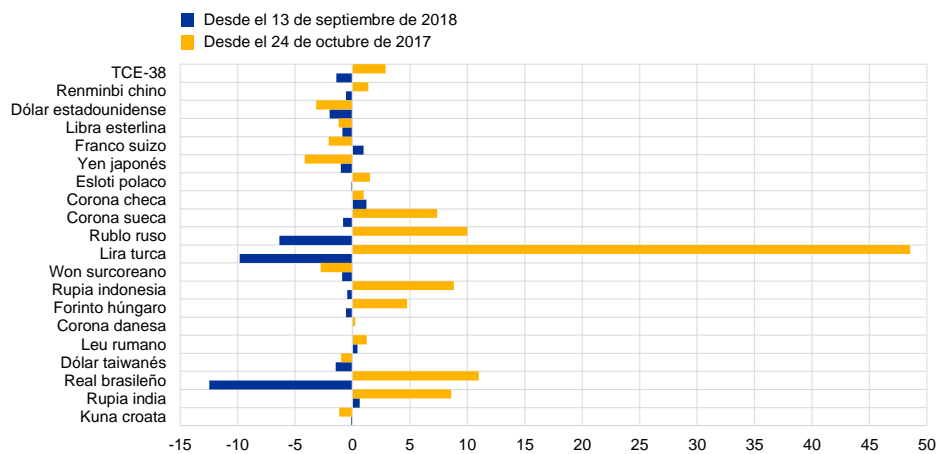
La curva de tipos *forward* del eonia se desplazó ligeramente al alza durante el período analizado. Los participantes en los mercados revisaron al alza sus expectativas relativas a los tipos de interés para los horizontes más largos. La curva se mantiene por debajo de cero en los horizontes anteriores 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 tipo de cambio efectivo del euro se depreció (véase gráfico 4). Durante el período analizado, el tipo de cambio efectivo del euro, medido frente a las monedas de 38 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro, se debilitó un 1,4 %. En términos bilaterales, la moneda única se depreció frente a las monedas de las principales economías avanzadas, en particular el dólar estadounidense (2 %) —lo que refleja las expectativas acerca de la evolución de la política monetaria en Estados Unidos y en la zona del euro—, el yen japonés (1 %) y la libra esterlina (0,9 %). El euro también perdió valor frente a las monedas de la mayoría de los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro, así como frente al renminbi chino (0,6 %) y a las monedas de otras importantes economías emergentes, como Turquía, Rusia y Brasil, respaldadas por la mejora del sentimiento de los mercados tras la depreciación significativa que registraron anteriormente. Durante el mismo período, el euro se fortaleció frente al franco suizo (1 %).

Gráfico 4

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

(tasas de variación)



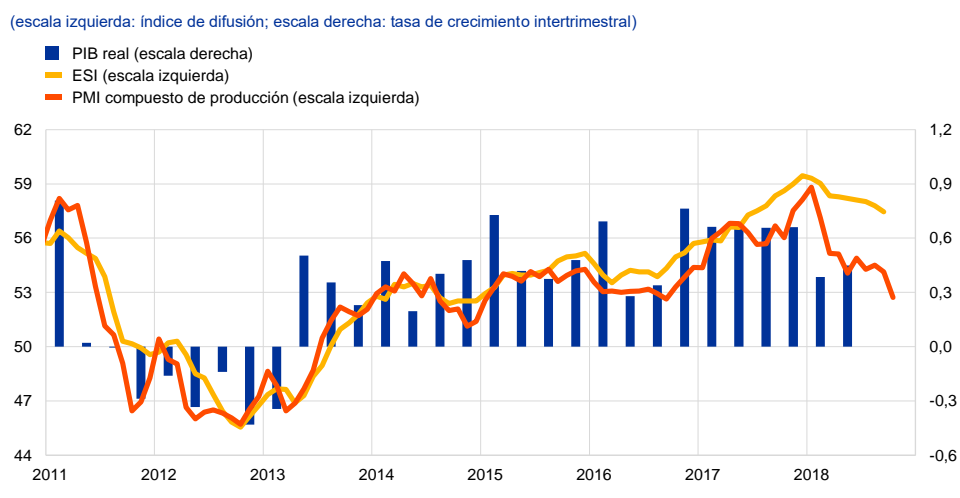
Fuente: BCE.

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 24 de octubre de 2018.

3 Actividad económica

La información más reciente, pese a que indica una evolución algo más débil de lo previsto, sigue siendo acorde, en conjunto, con una expansión generalizada y sostenida de la economía. El PIB real registró un incremento intertrimestral del 0,4 % en el primer y el segundo trimestre del año, tras el dinamismo extraordinariamente intenso observado en los cinco trimestres anteriores (véase gráfico 5). La demanda interna contribuyó positivamente al resultado del segundo trimestre, mientras que la demanda exterior neta y la variación de existencias tuvieron un impacto neutral sobre el avance del PIB. Los indicadores económicos, y los niveles elevados que siguen mostrando, en general, los resultados de las encuestas, señalan un crecimiento sostenido en la segunda mitad del año.

Gráfico 5
PIB real de la zona del euro, indicador de sentimiento económico (ESI) y PMI compuesto de producción



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 PMI. Las últimas observaciones corresponden al segundo trimestre de 2018 para el PIB real, a septiembre de 2018 para el ESI y a octubre de 2018 para el índice PMI.

En el segundo trimestre, el empleo creció de nuevo en los distintos países y sectores de la zona del euro, y registró una tasa de avance intertrimestral del 0,4 %. Las horas medias trabajadas aumentaron de forma acusada en el segundo trimestre, recuperando así el descenso ocasionado por el impacto temporal de las bajas por enfermedad y las huelgas del trimestre precedente¹. Con este último avance, la tasa de empleo se sitúa un 2,4 % por encima del máximo anterior a la crisis, registrado en el primer trimestre de 2008. En términos acumulados, el empleo en la zona del euro se ha incrementado en 9,2 millones de personas desde el mínimo alcanzado en el segundo trimestre de 2013. El fuerte crecimiento del empleo observado durante este período de expansión económica se ha visto acompañado de un número de horas medias trabajadas que prácticamente no ha

¹ Véase el recuadro titulado «La reciente desaceleración del crecimiento del producto de la zona del euro refleja factores cíclicos y transitorios», *Boletín Económico*, número 4, BCE, 2018.

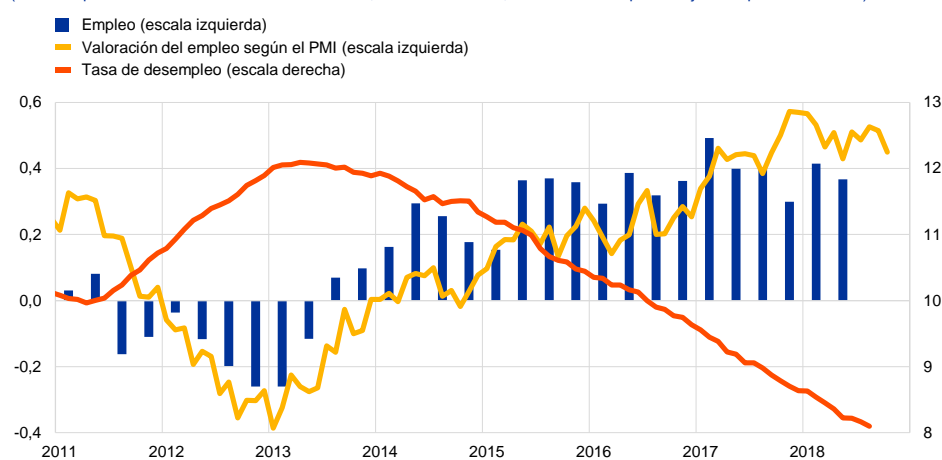
variado, lo que refleja sobre todo el impacto de diversos factores estructurales (como la gran proporción de trabajadores a tiempo parcial sobre el empleo total).

De cara al futuro, los indicadores coyunturales 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 8,1 % en agosto (véase gráfico 6), el nivel más bajo desde noviembre de 2008. Para los próximos meses, los indicadores de opinión señalan un crecimiento continuado del empleo en el tercer trimestre del año.

Gráfico 6

Empleo en la zona del euro, valoración del empleo según el 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 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 octubre de 2018 para el PMI y a agosto de 2018 para la tasa de desempleo.

La renta de los hogares continuó sustentando el avance del consumo privado.

En el segundo trimestre de 2018, el consumo privado aumentó un 0,2 %, en tasa intertrimestral, tras registrar un crecimiento más dinámico en el trimestre anterior. Esta desaceleración parece obedecer, por un lado, a factores adversos de carácter transitorio (como el impacto de las huelgas de transporte en Francia) y, por otro, a la desaparición gradual de factores positivos, también transitorios, en el primer trimestre (el mayor consumo de energía por las bajas temperaturas del invierno). En términos interanuales, el consumo creció un 1,3 % en el segundo trimestre de 2018, lo que representa una desaceleración con respecto al primer trimestre, en el que experimentó un alza del 1,6 %. Al mismo tiempo, el crecimiento interanual de la renta real disponible de los hogares pasó del 1,7 % en el primer trimestre al 1,9 % en el segundo. Así pues, el menor avance del consumo tuvo su reflejo en un ascenso de la tasa de variación interanual del ahorro, desde 3,4 % en el primer trimestre hasta 5,9 % en el segundo. La tasa de ahorro de los hogares aumentó hasta situarse en el 12 % en el segundo trimestre, ligeramente por encima del mínimo del 11,9 % observado en los tres trimestres anteriores.

Se espera que el consumo privado muestre un crecimiento resistente en los próximos trimestres. Los datos recientes sobre el comercio minorista y las

matriculaciones de automóviles apuntan a un crecimiento sostenido del gasto en consumo en el tercer trimestre de este año. No obstante, cabe señalar que, muy probablemente, la relación existente entre las matriculaciones y la compra de automóviles —que se refleja en el consumo privado— esté distorsionada actualmente, ya que parece que una parte importante de las matriculaciones de agosto fueron realizadas más por los fabricantes y concesionarios que por los consumidores. Otros indicadores también señalan una dinámica sólida y continuada del consumo. Por ejemplo, la riqueza neta de los hogares siguió registrando tasas de crecimiento robustas en el segundo trimestre, favoreciendo aún más el consumo privado. Asimismo, los resultados de las encuestas más recientes apuntan a nuevas mejoras en el mercado de trabajo, que deberían seguir impulsando la renta agregada y, por tanto, el gasto en consumo. Además, aunque la confianza de los consumidores ha descendido a lo largo de 2018, todavía se sitúa en un nivel elevado y muy por encima de su media de largo plazo.

Tras la debilidad mostrada en el primer trimestre de 2018, el crecimiento de la inversión repuntó en el segundo trimestre. El avance de la inversión en el segundo trimestre de este año, del 1,4 % en tasa intertrimestral, se debió al aumento de la inversión en maquinaria, equipos y, en menor medida, productos de propiedad intelectual (en el recuadro 2 se describe la evolución de la inversión en activos intangibles en la zona del euro). Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento intertrimestral de la inversión en construcción se incrementó hasta el 1,1 %. En cambio, la inversión en material de transporte experimentó un fuerte descenso en el mismo trimestre. Por lo que se refiere al tercer trimestre de 2018, los indicadores coyunturales apuntan a un crecimiento sostenido. En julio y agosto, los datos mensuales sobre la producción de bienes de equipo se situaron, en promedio, un 0,7 % por encima de la media del segundo trimestre, en el que registraron un alza del 0,8 % en tasa intertrimestral. Por otro lado, indicadores como el de utilización de la capacidad productiva (que muestra un ligero retroceso, pero todavía se encuentra en niveles elevados), el de confianza y el de pedidos (ambos en niveles más bajos) señalan ciertos riesgos a la baja para el ritmo de crecimiento de la inversión, excluida la construcción. En lo que respecta a la inversión en construcción, los datos mensuales de producción de la construcción hasta agosto apuntan a un crecimiento continuado, aunque más moderado, en el tercer trimestre de 2018.

Se espera que la inversión siga registrando un sólido crecimiento, sustentado por una demanda interna robusta y unas condiciones de financiación favorables. Según las cuentas sectoriales de la zona del euro correspondientes al segundo trimestre de 2018, los márgenes empresariales (medidos como la ratio entre el excedente neto de explotación y el valor añadido neto) prácticamente no han variado desde finales de 2015 y continúan situándose en niveles próximos a las medias de largo plazo. Sin embargo, es posible que la incertidumbre en torno a la futura aplicación de las subidas de los aranceles ya esté afectando negativamente a las decisiones de inversión. En cuanto a la inversión en construcción, el número creciente de hogares con intención de comprar o renovar una vivienda, así como las boyantes expectativas de precios y empleo de los constructores, señalan un impulso positivo en el sector de la construcción a corto plazo. No obstante, dado que se

espera un ligero endurecimiento de las condiciones de financiación, es posible que aparezcan gradualmente otras oportunidades de inversión a largo plazo.

El comercio de la zona del euro siguió creciendo de forma moderada a principios del tercer trimestre de 2018. Según la información disponible hasta agosto, las exportaciones nominales de bienes de la zona del euro registraron un crecimiento intertrimestral del 1,1 %, ligeramente inferior al alcanzado en el segundo trimestre de 2018 (1,3 % en tasa intertrimestral). En cambio, las exportaciones de bienes a países no pertenecientes a la zona del euro repuntaron en agosto (con un incremento del 2,1 %, tras una contracción de alrededor del 1,1 % en julio), lo que sugiere cierta aceleración con respecto al segundo trimestre en términos intertrimestrales. En agosto, las importaciones nominales de la zona del euro descendieron un 0,2 % en tasa intermensual, después de crecer un 0,9 % en julio. Atendiendo a la información disponible hasta agosto, las importaciones procedentes de países no pertenecientes a la zona del euro aumentaron un 2,8 % en términos nominales en el tercer trimestre, lo que refleja una aceleración frente al segundo trimestre de 2018 (2,2 % en tasa intertrimestral). Los indicadores de opinión adelantados, como el índice de directores de compras (PMI) de nuevos pedidos exteriores del sector manufacturero y el análisis de los niveles de las carteras de pedidos exteriores que realiza la Comisión Europea, están en consonancia con un empeoramiento de la evolución de las exportaciones y muestran una caída en octubre, en un contexto de tendencia a la baja que se observa desde principios de año. Los datos cuantitativos, como los nuevos pedidos del sector manufacturero de fuera de la zona del euro, repuntaron en agosto, tras registrar cierto deterioro en junio y julio.

En conjunto, los indicadores económicos más recientes sugieren un crecimiento generalizado y sostenido. La producción industrial (excluida la construcción) se recuperó y registró un crecimiento relativamente intenso en agosto, tras descender de forma acusada en los dos meses anteriores. Con todo, en julio y agosto la producción se situó, en promedio, un 0,2 % por debajo del nivel observado en el segundo trimestre, período en el que aumentó un 0,1 % en tasa intertrimestral. Esta debilidad se relaciona, en parte, con la existencia de cuellos de botella temporales en la fabricación de automóviles como resultado de las pruebas realizadas tras la introducción, el 1 de septiembre, del procedimiento de ensayo de vehículos ligeros armonizado a nivel mundial (WLTP, por sus siglas en inglés). Los indicadores de opinión más recientes señalan un crecimiento sólido y sostenido con tasas similares, o ligeramente inferiores, a las registradas en la primera mitad del año. El PMI compuesto de producción se situó, en promedio, en un nivel de 54,3 en el tercer trimestre, frente a un valor de 54,7 en el segundo trimestre, antes de descender hasta 52,7 en octubre. Al mismo tiempo, el indicador de sentimiento económico (ESI) de la Comisión Europea pasó de 114 en el segundo trimestre a 112,5 en el tercero (véase gráfico 5). Tanto el PMI como el ESI permanecen por encima de sus respectivas medias de largo plazo.

La expansión económica se sustenta en la demanda interna y la mejora continua del mercado de trabajo. Sin embargo, algunos acontecimientos recientes en sectores concretos están afectando al perfil de crecimiento a corto plazo. Las

medidas de política monetaria del BCE continúan sosteniendo la demanda interna. El consumo privado se está viendo favorecido por el crecimiento continuo del empleo y por el aumento de los salarios. Asimismo, la inversión empresarial está respaldada por la fortaleza de la demanda interna, las favorables condiciones de financiación y la rentabilidad de las empresas. La inversión en vivienda sigue siendo sólida. Además, se espera que la expansión de la actividad mundial continúe impulsando las exportaciones de la zona del euro, aunque a un ritmo más lento. Los resultados de la última [encuesta del BCE a expertos en previsión económica \(EPE\)](#), realizada a principios de octubre, muestran que las previsiones de crecimiento del PIB del sector privado se han revisado a la baja para 2018 y 2019 con respecto a la encuesta anterior, llevada a cabo a principios de julio. La cifra para 2020 no se ha modificado.

Se considera que los riesgos para las perspectivas de crecimiento de la zona del euro están, en general, equilibrados. Al mismo tiempo, los riesgos relacionados con el proteccionismo, las vulnerabilidades en las economías emergentes y la volatilidad de los mercados financieros siguen siendo importantes.

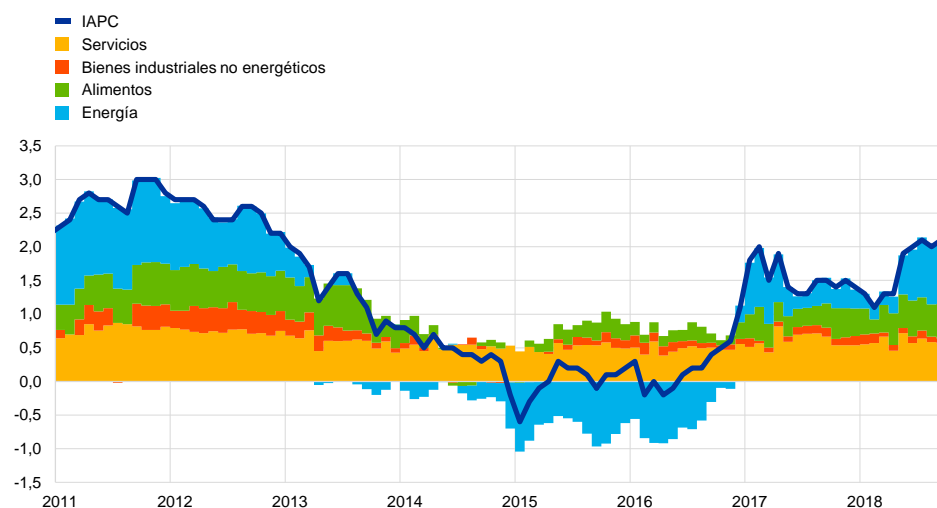
4 Precios y costes

La inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro se situó en el 2,1 % en septiembre, frente al 2 % registrado en agosto (véase gráfico 7). Este incremento reflejó la contribución ligeramente mayor de las tasas de variación de los precios de los alimentos y la energía, mientras que la aportación de los componentes de servicios y de bienes industriales no energéticos no varió. En los últimos meses, los precios energéticos contribuyeron en gran medida a la inflación general. Esta contribución varía de forma significativa en los distintos países de la zona del euro, debido en parte a los diferentes grados de transmisión de los precios del petróleo a los precios de consumo de la energía (véase el recuadro titulado «El papel de los precios de la energía en la inflación reciente desde la perspectiva de los distintos países» en este Boletín Económico).

Gráfico 7

Contribución de los componentes de 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 septiembre 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, se situó en el 0,9 % en septiembre, igual que en agosto (revisado a la baja desde el 1 % inicial). Durante el mismo período, la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía, los alimentos y los componentes muy volátiles —como los servicios relacionados con turismo y viajes, los artículos de vestir y el calzado— se mantuvo estable. La estabilidad observada en los últimos meses también se mostró en dos medidas de la inflación subyacente basadas en modelos: el indicador PCCI (componente persistente y común de la inflación) y el indicador *Supercore* (inflación «supersubyacente»). No obstante, tanto las medidas estadísticas como las basadas en modelos permanecieron por encima de sus respectivos mínimos de 2016.

Las presiones inflacionistas a lo largo de la cadena de producción sobre el componente de bienes industriales no energéticos del IAPC siguieron creciendo.

La tasa de variación interanual de los precios de los bienes de consumo no alimenticio importados aumentó hasta situarse en el -0,4 % en julio, frente al mínimo reciente del -2,7 % registrado en abril. La tasa de avance de los precios industriales de las ventas interiores de bienes de consumo no alimenticio se incrementó desde el 0,5 % observado en junio hasta el 0,6 % de julio y agosto², el nivel más elevado desde finales de 2012, que marca la continuación del repunte desde el mínimo de alrededor del 0 % observado, en promedio, en 2016. 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. Las presiones inflacionistas siguieron siendo intensas en las primeras fases de la cadena de producción; la tasa de variación de los precios de producción de los bienes intermedios fue del 3,2 % en agosto, la misma que en julio.

La evolución del crecimiento de los salarios señala presiones de costes de origen interno cada vez mayores.

Todos los sectores principales y la mayoría de países de la zona del euro contribuyeron al incremento de la tasa de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado en los últimos trimestres. Este aumento generalizado del crecimiento salarial, junto con la información sobre los convenios colectivos negociados para el próximo año o los dos próximos años, respalda la expectativa de un nuevo repunte. En conjunto, el reciente avance de los salarios está en consonancia con la mejora de las condiciones del mercado de trabajo, al seguir desapareciendo el impacto de otros factores que han lastrado su crecimiento, como la baja inflación registrada anteriormente y los efectos de las reformas laborales aplicadas en algunos países durante la crisis.

Los indicadores de mercado y de opinión relativos a las expectativas de inflación a largo plazo se han mantenido estables (véase gráfico 8).

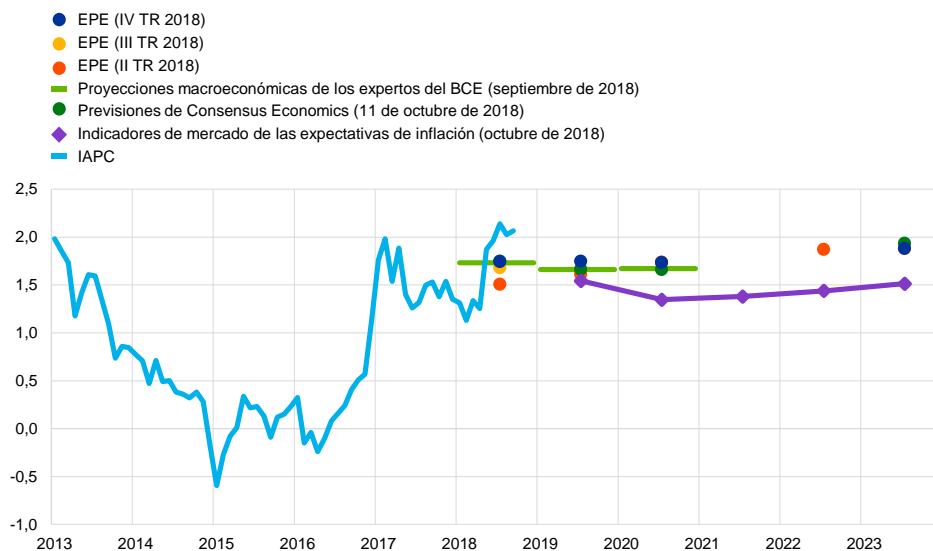
El 24 de octubre, el tipo *swap* de inflación a cinco años dentro de cinco años se situó en el 1,67 %. El perfil a futuro de los indicadores de mercado de las expectativas de inflación continúa señalando un retorno gradual hacia niveles de inflación inferiores, aunque próximos, al 2 %. La probabilidad neutral al riesgo, implícita en los mercados de opciones de inflación, de que se produzca deflación en los cinco próximos años sigue sin ser significativa. Los resultados de la [encuesta del BCE a expertos en previsión económica \(EPE\) correspondiente al cuarto trimestre de 2018](#) sitúan las expectativas de inflación para 2018, 2019 y 2020 en el 1,7 %, en promedio, sin variación con respecto al perfil observado en la encuesta anterior. Según la encuesta EPE, las expectativas de inflación a largo plazo para la zona del euro se mantuvieron, en promedio, en el 1,9 %.

² Los índices de precios industriales de la zona del euro correspondientes a agosto de 2018 no incluyen datos sobre Alemania, que se publicaron después de la aparición de los índices de la zona debido a la incorporación de nuevas ponderaciones. La publicación de noviembre de los índices de precios industriales de la zona del euro correspondientes a septiembre de 2018 incluirá datos nuevos y revisados de Alemania, y los índices de la zona se revisarán en consecuencia.

Gráfico 8

Indicadores de opinión y de mercado de las expectativas de inflación

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Encuesta del BCE a expertos en previsión económica (EPE), proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE 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, la correspondiente al tercer trimestre de 2018, entre el 2 y el 6 de julio, y la correspondiente al cuarto trimestre de 2018, entre el 1 y el 5 de octubre de ese año. 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 24 de octubre de 2018. En la EPE del segundo trimestre de 2018, las expectativas a largo plazo se referían al año 2022, mientras que en las encuestas del tercer y el cuarto trimestre se referían a 2023.

Los precios de los inmuebles residenciales de la zona del euro continuaron aumentando en el segundo 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 segundo trimestre de 2018, frente al 4,3 % registrado en el trimestre anterior, lo que confirma una nueva consolidación del ciclo de precios de la vivienda.

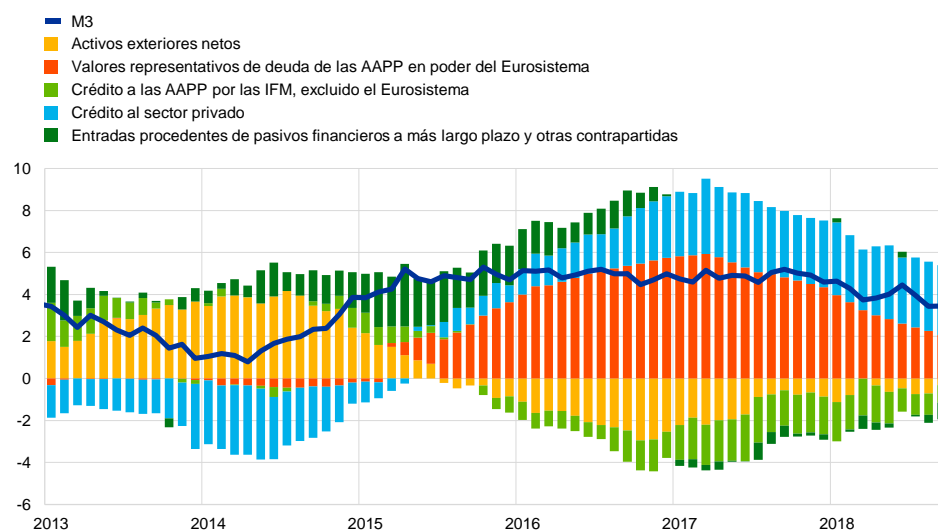
El crecimiento del agregado monetario amplio se mantuvo prácticamente estable en septiembre.

La tasa de crecimiento interanual de M3 interrumpió el descenso registrado desde el último máximo (5,2 %), alcanzado en septiembre de 2017, y aumentó hasta el 3,5 % en septiembre, desde el 3,4 % de agosto (véase gráfico 9), impulsada por la considerable entrada de fondos en depósitos a la vista. 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) ha supuesto que el impacto positivo del programa de compra de activos (APP, por sus siglas en inglés) en el crecimiento de M3 sea menor. 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 y se incrementó hasta el 6,8 % en septiembre (frente al 6,4 % de agosto). La expansión monetaria siguió estando apoyada por el crecimiento económico sostenido y por el bajo coste de oportunidad de mantener los instrumentos más líquidos en un entorno de tipos de interés muy reducidos.

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 de la zona del euro, excluidas las IFM. Por tanto, también incluye 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 última observación corresponde a septiembre de 2018.

Las fuentes internas de creación de dinero siguieron siendo el principal factor impulsor del crecimiento del agregado monetario amplio.

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 9), 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 ha visto compensada por un

aumento moderado de la aportación del crédito al sector privado desde finales de 2017 (véanse las partes de color azul de las barras del gráfico 9). En cambio, las ventas de deuda pública por parte de las IFM de la zona del euro, excluido el Eurosistema, frenaron el crecimiento de M3 (véanse las partes de color verde claro de las barras del gráfico 9). Por último, la contribución negativa de los activos exteriores netos, que es reflejo tanto de la incertidumbre a nivel mundial como de las preferencias de los inversores, se moderó en septiembre (véanse las partes de color amarillo de las barras del gráfico 9).

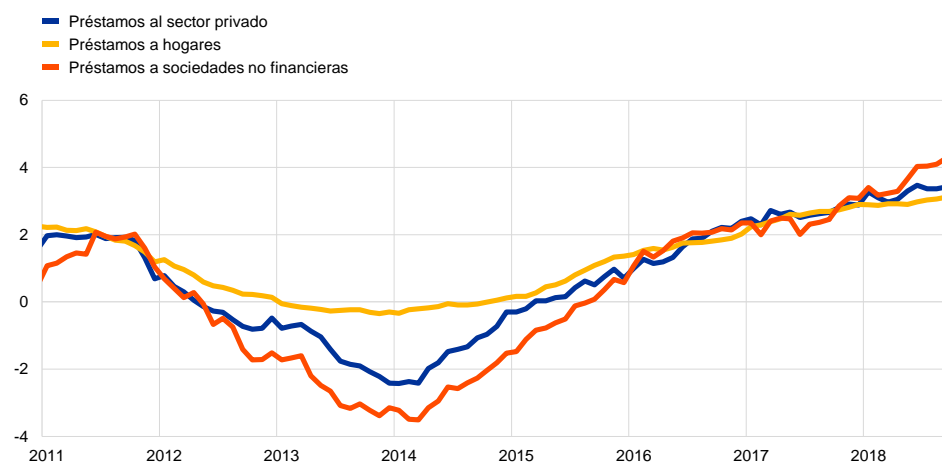
El crecimiento de los préstamos al sector privado siguió fortaleciéndose, prolongando la tendencia al alza observada desde principios de 2014. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las IFM al sector privado (ajustados de titulaciones, otras transferencias y centralización nocial de tesorería [*notional cash pooling*]) permaneció estable en septiembre, en el 3,4 % (véase gráfico 10), gracias a la aceleración de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a sociedades no financieras, que se situó en el 4,3 % en dicho mes, frente al 4,1 % observado en agosto. Al mismo tiempo, el ritmo de avance interanual de los préstamos a hogares se mantuvo sin variación en el 3,1 %. Aunque la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda continuó en niveles moderados desde una perspectiva histórica, la concesión de préstamos fue intensa. 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 por la mejora general de la oferta y de la demanda de préstamos bancarios. Además, las entidades de crédito han avanzado en el saneamiento de sus balances, aunque el nivel de préstamos dudosos sigue siendo elevado en algunos países y puede limitar la concesión de crédito³.

³ Véase también el capítulo 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 septiembre de 2018.

El crecimiento de los préstamos siguió estando respaldado por la relajación de los criterios de aprobación y por el aumento de la demanda en el tercer trimestre de 2018.

Según la [encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro](#) de octubre de 2018, la relajación neta de los criterios de aprobación de préstamos obedeció, principalmente, a las presiones competitivas y a la menor percepción de riesgo. Las entidades también indicaron un incremento de la demanda neta en todas las categorías de préstamos, en gran medida como consecuencia del bajo nivel general de los tipos de interés, la inversión en capital fijo, las existencias y el capital circulante, las fusiones y adquisiciones, las favorables perspectivas del mercado de la vivienda y la confianza de los consumidores. Por lo que respecta al APP, las entidades de crédito señalaron que este programa había mejorado su liquidez y sus condiciones de financiación en los mercados, pero que había tenido un impacto negativo en su rentabilidad debido a los menores márgenes de intermediación. El APP había propiciado la relajación de las condiciones de crédito en todas las categorías de préstamos y, además, había tenido un impacto positivo sobre los volúmenes de crédito, aunque menor que en el período de encuesta anterior. Asimismo, los bancos indicaron que el tipo de interés negativo de la facilidad de depósito del BCE estaba teniendo un efecto positivo en los volúmenes de crédito, pero negativo en los ingresos netos por intereses de las entidades.

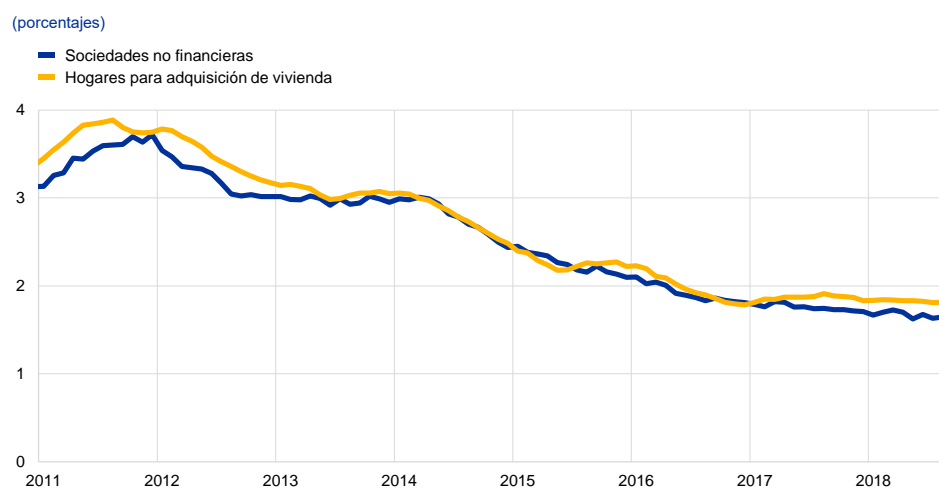
El nivel muy favorable de los tipos de interés del crédito continuó sosteniendo el crecimiento económico de la zona del euro.

En agosto de 2018, el tipo de interés sintético de los préstamos bancarios otorgados a las sociedades no financieras se mantuvo prácticamente estable, en el 1,65 %, un nivel muy próximo al mínimo histórico registrado en mayo de este año. En agosto, el tipo de interés sintético de los préstamos para adquisición de vivienda permaneció sin variación en el 1,81 %, una cota también cercana al mínimo histórico de 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 considerablemente 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 conceden 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 los distintos países de la zona y en las empresas de todos los tamaños.

Gráfico 11

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



Fuente: BCE.

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

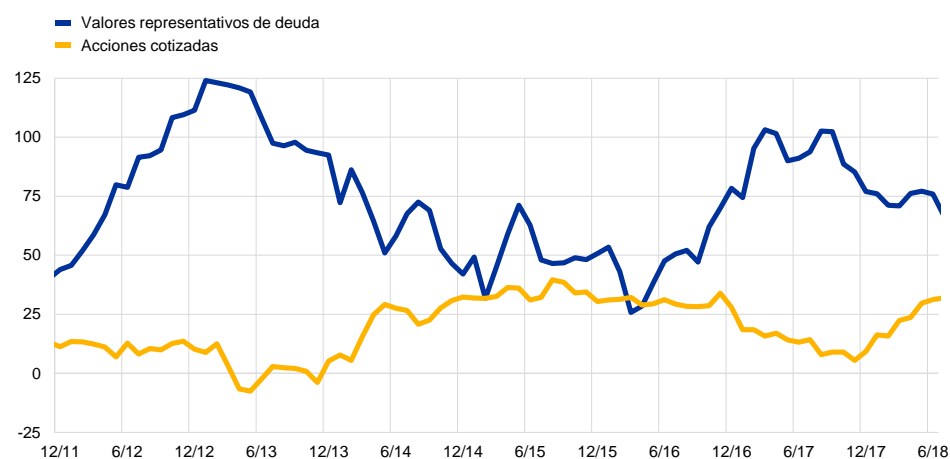
Las emisiones netas de valores representativos de deuda por parte de las sociedades no financieras de la zona del euro disminuyeron en los dos primeros meses del tercer trimestre de 2018 con respecto a los meses equivalentes del trimestre anterior.

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 julio y agosto de 2018 continuaron siendo ligeramente positivos y acordes con los patrones estacionales típicos observados en los últimos años. Desde una perspectiva más a medio plazo (véase gráfico 12), los flujos interanuales de valores representativos de deuda siguieron reduciéndose desde los máximos alcanzados hace aproximadamente un año. Los datos de mercado disponibles sugieren que el importe de los valores representativos de deuda emitidos en el período comprendido entre septiembre y octubre de 2018 se incrementó considerablemente. Las emisiones netas totales de acciones cotizadas por parte de las sociedades no financieras fueron negativas en julio y en agosto de 2018, en línea con el patrón estacional de la serie. Pese al ligero descenso observado en agosto con respecto al mes anterior, los flujos interanuales se mantuvieron próximos a los niveles más altos registrados desde 2012.

Gráfico 12

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 agosto de 2018.

Los costes de financiación de las sociedades no financieras de la zona del euro aumentaron levemente en los dos primeros meses del tercer trimestre de 2018.

El coste nominal total de la financiación externa de las sociedades no financieras, que incluye préstamos bancarios, emisiones de deuda en el mercado y financiación mediante acciones, se incrementó hasta en torno al 4,7 % en agosto, frente al 4,6 % observado en junio, y se estima que habría permanecido en este nivel en septiembre y octubre. Asimismo, pese a que se considera que el coste de financiación se sitúa actualmente unos 41 puntos básicos por encima del mínimo histórico de agosto de 2016, aún se mantiene considerablemente por debajo de los niveles observados en el verano de 2014. El aumento del coste de financiación desde finales del segundo trimestre de 2018 refleja el mayor coste de las acciones y, más recientemente, de los valores de renta fija. El coste de los préstamos bancarios, tanto a corto como a largo plazo, permaneció relativamente estable en el mismo período.