

# Evolución económica y monetaria

## Rasgos básicos

**En su reunión de política monetaria del 13 de diciembre de 2018, el Consejo de Gobierno decidió poner fin a las compras netas de activos ese mes, así como mantener sin variación los tipos de interés oficiales del BCE y reforzar las indicaciones prospectivas sobre reinversiones.** Aunque la información más reciente indica una evolución más débil de lo previsto debido a un descenso de la demanda externa, pero también a ciertos factores relacionados con países y sectores específicos, la fortaleza subyacente de la demanda interna sigue respaldando la expansión de la zona del euro y el aumento gradual de las presiones inflacionistas. Esto sustenta la confianza del Consejo de Gobierno en que la convergencia sostenida de la inflación hacia su objetivo continuará y se mantendrá incluso después de que concluyan las compras netas de activos. Al mismo tiempo, las incertidumbres relacionadas con factores geopolíticos, la amenaza del proteccionismo, las vulnerabilidades en los mercados emergentes y la volatilidad de los mercados financieros continúan siendo notables. Por lo tanto, sigue siendo necesario un estímulo monetario significativo que respalde un aumento adicional de las presiones inflacionistas internas y la evolución de la inflación general a medio plazo. Las indicaciones del Consejo de Gobierno sobre la evolución futura de los tipos de interés oficiales del BCE, reforzadas por las reinversiones del considerable volumen de activos adquiridos, siguen ofreciendo el grado de acomodación monetaria necesario para la convergencia sostenida de la inflación hacia su objetivo. 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 diciembre de 2018

**Aunque la actividad económica global ha mantenido su capacidad de resistencia, su evolución ha sido más desigual y están apareciendo señales de moderación de su impulso.** La maduración del ciclo económico mundial, el menor respaldo de las políticas monetarias en las economías avanzadas y el impacto de los aranceles entre Estados Unidos y China están frenando la actividad global. El crecimiento del comercio mundial se ha ralentizado ligeramente y la incertidumbre acerca de las relaciones comerciales futuras se ha incrementado. Al mismo tiempo, las condiciones financieras siguen siendo acomodaticias en las economías avanzadas, mientras que se han endurecido en algunos mercados emergentes. De cara al futuro, se espera que la actividad económica mundial experimente una desaceleración en 2019 y se mantenga estable posteriormente. Se prevé que las presiones inflacionistas a escala mundial aumenten poco a poco a medida que disminuya la capacidad productiva sin utilizar.

**Los tipos de interés libres de riesgo a largo plazo han disminuido desde la reunión del Consejo de Gobierno de septiembre de 2018, en un contexto de elevada incertidumbre geopolítica y de percepción de deterioro de las perspectivas macroeconómicas.** Los diferenciales de deuda soberana de la zona del euro han permanecido, en gran medida, estables, a excepción del diferencial soberano de Italia, que ha mostrado una volatilidad considerable. Aunque las expectativas de beneficios empresariales mantienen su solidez, algunas revisiones a la baja, así como una reevaluación del riesgo, se han traducido en caídas de los precios de las acciones y de los bonos de las empresas de la zona del euro. En los mercados de divisas, el tipo de cambio efectivo del euro se ha debilitado en términos generales.

**El PIB real de la zona del euro aumentó un 0,2 %, en tasa intertrimestral, en el tercer trimestre de 2018, tras registrar un crecimiento del 0,4 % en los dos trimestres anteriores.** Los últimos datos y los resultados de encuestas más recientes indican una evolución más débil de lo previsto, como consecuencia de la menor contribución de la demanda externa y de ciertos factores relacionados con países y sectores específicos. Si bien es probable que algunos de estos factores desaparezcan, ello podría sugerir una ligera ralentización del ritmo de crecimiento en el futuro. Al mismo tiempo, la demanda interna, respaldada a su vez por la orientación acomodaticia de la política monetaria del Consejo de Gobierno, sigue apoyando la expansión económica de la zona del euro. La fortaleza del mercado de trabajo, reflejada en las actuales mejoras del empleo y las subidas salariales, continúa sustentando el consumo privado. Por otra parte, la inversión empresarial se está beneficiando de la demanda interna, las favorables condiciones de financiación y la mejora de los balances. La inversión residencial sigue siendo sólida. Asimismo, se espera que la expansión de la actividad mundial continúe impulsando las exportaciones de la zona del euro, aunque a un ritmo más lento.

**Esta valoración se refleja, en términos generales, en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de diciembre de 2018.** Según estas proyecciones, el PIB real de la zona del euro crecerá un 1,9 % en 2018, un 1,7 % en 2019, un 1,7 % en 2020 y un 1,5 % en 2021. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de septiembre de 2018, las perspectivas de crecimiento del PIB real se han revisado ligeramente a la baja para 2018 y 2019. Los riesgos para las perspectivas de crecimiento de la zona del euro aún pueden considerarse, en general, equilibrados. Sin embargo, el balance de riesgos se está orientando a la baja debido a la persistencia de incertidumbres relacionadas con factores geopolíticos, la amenaza del proteccionismo, las vulnerabilidades en los mercados emergentes y la volatilidad de los mercados financieros.

**Según la estimación de avance de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro se redujo hasta el 2 % en noviembre de 2018, desde el 2,2 % registrado en octubre.** Teniendo en cuenta los precios actuales de los futuros sobre el petróleo, es probable que la inflación general disminuya en los próximos meses. Aunque los indicadores de la inflación subyacente se mantienen, en general, contenidos, las presiones de costes de origen interno continúan

intensificándose y ampliándose en un contexto de elevada utilización de la capacidad productiva y de tensionamiento de los mercados de trabajo, que están impulsando el crecimiento de los salarios. De cara al futuro, se espera que la inflación subyacente aumente a medio plazo, respaldada por las medidas de política monetaria del BCE, la continuación de la expansión económica y el mayor crecimiento de los salarios.

**Esta valoración también se refleja, en general, en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosystema para la zona del euro de diciembre de 2018, que sitúan la inflación anual medida por el IAPC en el 1,8 % en 2018, el 1,6 % en 2019, el 1,7 % en 2020 y el 1,8 % en 2021.** En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de septiembre de 2018, las perspectivas de inflación medida por el IAPC se han revisado ligeramente al alza para 2018 y a la baja para 2019. Se espera que la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, avance del 1 % en 2018 al 1,4 % en 2019, al 1,6 % en 2020 y al 1,8 % en 2021.

**El crecimiento del agregado monetario amplio (M3) repuntó en octubre de 2018, en un contexto de cambio hacia fuentes de creación de dinero más autosostenidas, a medida que se han ido reduciendo 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 siguieron creciendo y volvieron a ser el principal factor impulsor del avance de M3, aunque mostraron algunas señales de ralentización, sobre todo en el caso de los préstamos a sociedades no financieras. Al mismo tiempo, las condiciones de financiación y del crédito de los bancos continuaron siendo muy favorables. La transmisión de las medidas de política monetaria puestas en marcha desde junio de 2014 sigue respaldando notablemente las condiciones de financiación de las empresas y 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.

**Se prevé que el déficit presupuestario de las Administraciones Públicas de la zona del euro se reduzca de forma significativa en 2018, pero que aumente ligeramente el próximo año.** La caída de 2018 se ha debido, sobre todo, a las condiciones cíclicas favorables y a la disminución de los pagos por intereses. Se espera que la orientación general de la política fiscal de la zona del euro sea básicamente neutral en 2018, se relaje en 2019 y 2020, y vuelva a ser neutral en 2021.

## Decisiones de política monetaria

**Sobre la base del análisis económico y monetario que realiza periódicamente, el Consejo de Gobierno adoptó las siguientes decisiones.** El Consejo de Gobierno decidió mantener sin variación los tipos de interés oficiales del BCE y sigue esperando que permanezcan en los niveles actuales hasta al menos durante 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, decidió que las compras netas en el marco del APP finalizarán en diciembre de 2018. Al mismo tiempo, el Consejo de Gobierno reforzó sus indicaciones prospectivas sobre reinversiones. A este respecto, tiene intención de seguir reinvertiendo íntegramente el principal de los valores adquiridos en el marco del APP que vayan venciendo durante un período prolongado tras la fecha en la que comiencen a subir los tipos de interés oficiales del BCE y, en todo caso, durante el tiempo que sea necesario para mantener unas condiciones de liquidez favorables y un amplio grado de acomodación monetaria.

## Entorno exterior

*Aunque la actividad económica global ha mantenido su capacidad de resistencia, su evolución ha sido más desigual y están apareciendo señales de moderación de su impulso. La maduración del ciclo económico mundial, el menor respaldo de las políticas monetarias en las economías avanzadas y el impacto de los aranceles entre Estados Unidos y China están frenando la actividad global. Al mismo tiempo, las condiciones financieras siguen siendo acomodaticias en las economías avanzadas, mientras que han continuado siendo restrictivas en algunos mercados emergentes. El crecimiento del comercio internacional se ha ralentizado ligeramente, y la incertidumbre acerca de las relaciones comerciales futuras se ha incrementado. De cara al futuro, se espera que la actividad económica mundial experimente una desaceleración en 2019 y se mantenga estable durante los dos años siguientes, a medida que el apoyo de las políticas disminuya gradualmente y China se sitúe en una senda de menor crecimiento. Se prevé que las presiones inflacionistas a escala mundial aumenten poco a poco con la disminución de la capacidad productiva sin utilizar. Los riesgos para la actividad económica global están sesgados a la baja.*

### Actividad económica y comercio mundiales

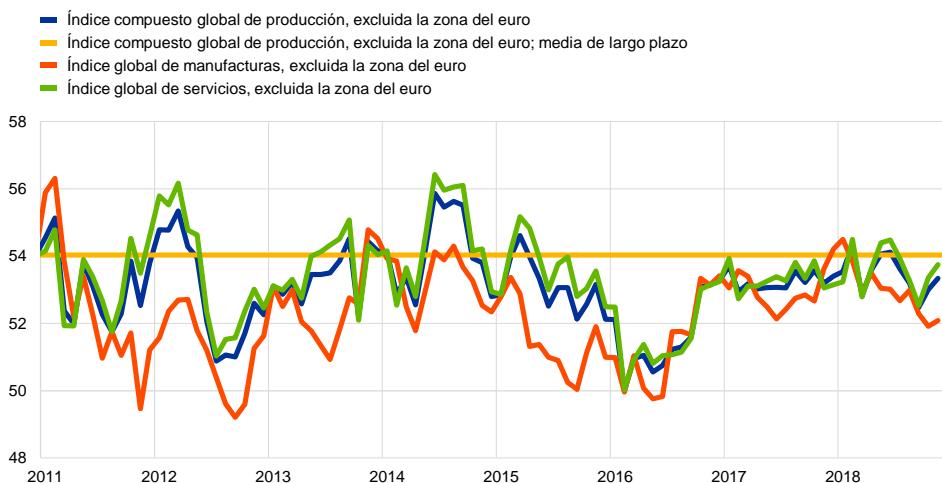
**Aunque la actividad económica mundial ha mantenido su capacidad de resistencia, están apareciendo señales de moderación de su impulso.** La economía global continuó expandiéndose a un ritmo sostenido en el segundo trimestre de 2018, favorecida por el repunte de la actividad en varias economías avanzadas, entre otras, Estados Unidos, Reino Unido y Japón. En Estados Unidos, la tasa de crecimiento correspondiente al tercer trimestre sigue apuntando a la resistencia de la actividad, mientras que, en el Reino unido, el avance del PIB fue acusado, reflejo, en parte, del aumento del gasto público. La economía japonesa experimentó una contracción en ese mismo período, debido principalmente a factores temporales relacionados con catástrofes naturales. En las economías emergentes, la evolución del crecimiento fue más heterogénea. La actividad económica se mantuvo en China en el tercer trimestre, pero se debilitó de forma sustancial en los países emergentes que registraron turbulencias financieras anteriormente en el año.

**La evidencia procedente de encuestas de opinión sugiere que la actividad se ralentizará a corto plazo.** El índice de directores de compras (PMI, por sus siglas en inglés) compuesto global de producción, excluida la zona del euro, ha ido retrocediendo de manera gradual desde principios de 2018, impulsado principalmente por la desaceleración continuada de la actividad del sector de manufacturas a escala mundial (véase gráfico 1). Los servicios registraron un comportamiento mejor que las manufacturas en los meses del año transcurridos hasta noviembre, si bien los datos han mostrado cierta volatilidad. La confianza de los consumidores ha disminuido recientemente, aunque desde niveles elevados.

## Gráfico 1

### PMI compuesto global de producción

(índices de difusión)



Fuentes: Markit y cálculos del BCE.

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

**Las condiciones financieras siguen siendo acomodaticias en las economías avanzadas, mientras que, en los mercados emergentes, el panorama es relativamente heterogéneo.** En China, las condiciones financieras se han relajado como consecuencia de las medidas adoptadas por el banco central en respuesta al deterioro de las perspectivas de actividad, en un contexto de desequilibrios internos y de aumento de las tensiones comerciales. Sin embargo, las condiciones financieras siguen siendo restrictivas en las economías emergentes que resultaron más afectadas por las turbulencias registradas en los mercados financieros durante el verano —entre ellas, Argentina y Turquía— y están lastrando considerablemente sus perspectivas de actividad. En conjunto, la tolerancia al riesgo a escala global no se ha recuperado del todo desde los meses estivales, y los inversores financieros han discriminado a las economías emergentes con desequilibrios significativos, grandes necesidades de financiación externa y un margen limitado para recibir el apoyo de las políticas. De cara al futuro, un nuevo aumento de los tipos de interés en Estados Unidos a medida que el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal prosigue con la normalización gradual de la política monetaria, junto con una mayor fortaleza del dólar, podría provocar un endurecimiento adicional de las condiciones financieras en los mercados emergentes.

**A corto plazo, se espera que el actual impulso cíclico respalde la actividad mundial.** Las economías avanzadas siguen beneficiándose de unas políticas monetarias acomodaticias y de unas condiciones financieras favorables. En Estados Unidos, el considerable estímulo fiscal procedente de las medidas procíclicas, que incluyen rebajas de impuestos y aumentos del gasto, también darán ímpetu al crecimiento mundial, en un contexto de cambio más amplio hacia políticas fiscales más expansivas en las economías avanzadas.

**A más largo plazo, se prevé que la actividad se ralentice en 2019 y se mantenga estable durante los dos años siguientes**, lo que refleja la desaceleración cíclica prevista en las economías avanzadas y en China. Las brechas de producción ya se han cerrado en muchas economías avanzadas, y se espera que, a medio plazo, la capacidad productiva sin utilizar se reduzca en los mercados emergentes. La intensificación de las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China debería frenar la actividad en ambos países. Aunque se considera que el impacto global todavía es relativamente limitado, el aumento de la incertidumbre sobre las relaciones comerciales futuras puede incidir negativamente en la confianza y la inversión. Además, es probable que el apoyo de las políticas disminuya de forma gradual. En Estados Unidos, la proyección de referencia es que el impulso al crecimiento derivado del estímulo fiscal alcanzará un máximo en 2019, mientras que en Japón se espera que los efectos de este estímulo desaparezcan este año. En cuanto a la política monetaria, en Estados Unidos se prevé un endurecimiento progresivo —como reflejan los precios actuales en los mercados financieros—, que debería contribuir a un ligero endurecimiento de las condiciones financieras globales. La senda prevista para la actividad mundial también señala una recuperación en varias economías emergentes, sobre todo las afectadas por las recientes turbulencias en los mercados financieros. En general, se espera que el ritmo de expansión global se estabilice en tasas inferiores a las registradas antes de la crisis financiera de 2007-2008.

**Por lo que respecta a la evolución en los distintos países, en Estados Unidos se espera que la actividad continúe siendo sólida a corto plazo.** Las buenas condiciones en el mercado de trabajo, la solidez de los beneficios empresariales y unas condiciones financieras todavía propicias deberían sustentar el crecimiento. El estímulo fiscal procedente de las medidas procíclicas seguirá respaldando las perspectivas favorables de crecimiento el año que viene, mientras que se prevé que el conflicto comercial bilateral con China lastre ligeramente la actividad y la inversión. Además, las elecciones legislativas han hecho que el control del Congreso esté dividido, con lo que la probabilidad de que se produzca un parón legislativo es mayor.

**En Japón se espera que la actividad repunte a corto plazo, aunque el ritmo de expansión económica se desacelerará de forma gradual posteriormente.** Pese a que el impacto adverso de varias catástrofes naturales frenó la actividad en el tercer trimestre de 2018, las previsiones apuntan a que el crecimiento se recuperará en el cuarto trimestre. A más largo plazo, la actividad se beneficiará de la orientación acomodaticia de la política monetaria, pese a que se prevé que las crecientes limitaciones de capacidad lastren el crecimiento. Los salarios están aumentando moderadamente en un contexto de tensiones en el mercado de trabajo, lo que debería favorecer el gasto de los hogares.

**En el Reino Unido, las perspectivas señalan un crecimiento moderado, ya que la demanda interna sigue siendo débil.** El sorprendente vigor de la actividad en el tercer trimestre se sustentó en varios factores transitorios. Sin embargo, la elevada incertidumbre continuó lastreando la inversión empresarial, que descendió por tercer trimestre consecutivo. A corto plazo, las perspectivas siguen estando sujetas a un grado considerable de incertidumbre debido a la próxima votación en el Parlamento del acuerdo de retirada de la UE.

**En los países de Europa Central y Oriental se prevé que el crecimiento del PIB siga siendo robusto en el corto plazo.** La actividad se está viendo respaldada por los elevados flujos de inversión vinculados a los fondos de la UE, por la fortaleza del gasto en consumo y por las mejoras observadas en el mercado de trabajo. A medio plazo se espera que la actividad se ralentice y se aproxime a su potencial.

**En China, la actividad se ha mantenido vigorosa, respaldada por la solidez del consumo, el apoyo de las políticas públicas y la fortaleza de las exportaciones, posiblemente debido, en parte, al adelanto de pedidos en previsión de las subidas de aranceles.** Sin embargo, a corto plazo, la desaceleración del mercado de la vivienda y los efectos retardados de los procesos de desapalancamiento acometidos previamente deberían frenar el crecimiento. Asimismo, se espera que los nuevos aranceles aplicados por la Administración estadounidense afecten adversamente a la actividad. Con todo, se prevé que, en conjunto, su efecto en China sea relativamente limitado, debido a las medidas de estímulo aprobadas recientemente. A medio plazo se espera que los avances en la implementación de las reformas estructurales conduzcan a una desaceleración ordenada y un cierto reequilibrio de la economía china.

**En los grandes países exportadores de materias primas se prevé un fortalecimiento de la actividad económica.** En Rusia se espera que la recuperación económica prosiga, favorecida por la anterior subida de los precios del petróleo y por la mejora de la demanda interna, en un contexto de aumento de la renta disponible y del crédito. La reciente caída de los precios del crudo plantea algunos riesgos a la baja para las perspectivas de la economía rusa. A medio plazo se prevé que el crecimiento se beneficie en cierta medida del plan plurianual de gasto público anunciado recientemente. En Brasil se espera una aceleración de la actividad en el corto plazo, a medida que desaparezca el impacto de la incertidumbre política y de las perturbaciones causadas por la huelga de transportistas. A más largo plazo, la mejora del mercado de trabajo y la continuación de la orientación acomodaticia de la política monetaria deberían respaldar el consumo, dado que las presiones inflacionistas se mantienen contenidas.

**Se espera que Turquía acometa un difícil proceso de ajuste en los próximos meses.** Pese a la reciente estabilización de la lira, las condiciones financieras siguen siendo restrictivas, lo que, sumado a una inflación elevada y a una orientación procíclica de las políticas monetaria y fiscal, lastraría previsiblemente la actividad económica.

**El crecimiento del comercio mundial se ha moderado en 2018, después del fuerte impulso que cobró en 2017.** Las importaciones mundiales de mercancías en términos reales han mostrado una volatilidad relativa este año. Después de estancarse en el segundo trimestre de 2018, el comercio avanzó un 1,5 % en el tercer trimestre, debido al aumento de las importaciones de las economías emergentes. Los indicadores para períodos posteriores ofrecen señales contradictorias, ya que, mientras que el PMI global de nuevos pedidos exteriores sugiere una mayor debilidad subyacente del comercio mundial (véase gráfico 2), otros indicadores —como el de producción industrial mundial o el Índice Tech Pulse— apuntan a un crecimiento sostenido.

## **Las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China se han intensificado.**

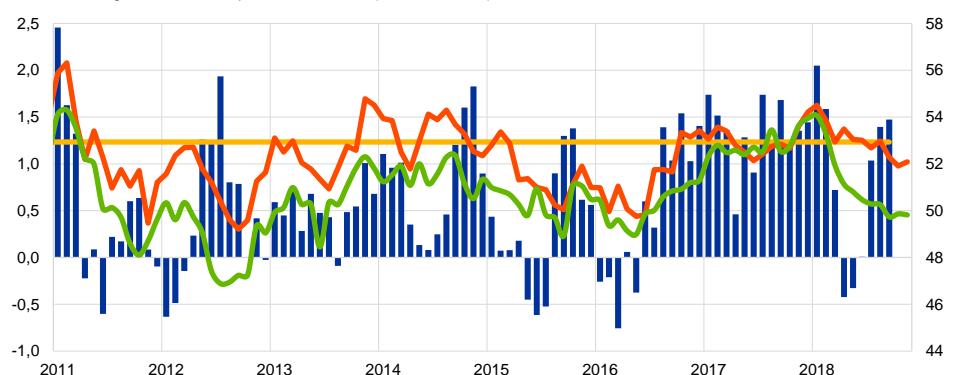
La Administración estadounidense anunció la imposición de aranceles a las exportaciones chinas a Estados Unidos por valor de otros 200 mm de dólares y China respondió anunciando la aplicación de aranceles por un importe adicional de 60 mm de dólares a las exportaciones estadounidenses, con efecto a partir del 24 de septiembre de 2018 en ambos casos. Estas medidas se han adoptado después de la aplicación de aranceles por valor de 50 mm de dólares a productos comercializados entre ambos países, así como a las exportaciones de acero y aluminio a Estados Unidos, y después de que China actuara en respuesta. Se espera que estas medidas lastren la actividad y el comercio en los dos países, aunque se prevé que su impacto global siga siendo relativamente limitado.

### **Gráfico 2**

#### **Comercio mundial de bienes y encuestas**

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

- Importaciones mundiales de mercancías (escala izquierda)
- Importaciones mundiales de mercancías, media 1991-2007 (escala izquierda)
- PMI global de manufacturas, excluida la zona del euro (escala derecha)
- PMI global de nuevos pedidos exteriores (escala derecha)



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

Nota: Las últimas observaciones corresponden a septiembre de 2018 (importaciones mundiales de bienes) y noviembre de 2018 (PMI).

## **De cara al futuro se espera que el comercio mundial siga faltó de dinamismo.**

Aunque, hasta ahora, el impacto de los aranceles ha sido limitado, se espera que el año que viene afecte en mayor medida al comercio de bienes entre Estados Unidos y China. Las proyecciones apuntan a que el comercio global crecerá básicamente en línea con la actividad en el período 2020-2021.

## **Se prevé que el crecimiento económico mundial se desacelere en 2019 y se mantenga estable durante los dos años siguientes.**

Según las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2018, el crecimiento mundial del PIB real (excluida la zona del euro) se situará en el 3,8 % este año, antes de reducirse hasta el 3,5 % en 2019, y durante el período 2020-2021 se mantendrá prácticamente estable. La trayectoria que marcan las proyecciones refleja la esperada contracción 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 ralentice en las economías avanzadas y se aproxime al crecimiento potencial. Al mismo tiempo, en China se

espera una moderación progresiva del ritmo de expansión. Se prevé que el crecimiento de la demanda externa de la zona del euro descienda hasta el 3,1 % en 2019, desde el 4,3 % proyectado para este año, antes de aumentar ligeramente en el medio plazo. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de septiembre de 2018, el avance del PIB mundial se ha revisado levemente a la baja para 2018 y 2019, lo que refleja 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 para 2019 y 2020, debido al efecto de la subida de los aranceles y a las previsiones de debilitamiento de la actividad económica.

**Los riesgos para la actividad económica global están sesgados a la baja. Una nueva escalada de las disputas comerciales podría lastrar de forma significativa el crecimiento mundial.** Aunque la tregua temporal entre Estados Unidos y China ha enviado una señal positiva, sigue habiendo una incertidumbre considerable sobre si las negociaciones culminarán en una disminución sustancial de las tensiones comerciales entre estos dos países. Otros riesgos a la baja están relacionados con que un endurecimiento más rápido de lo esperado de las condiciones financieras a escala global genere mayores tensiones en las economías emergentes, con la incertidumbre sobre el proceso de reformas en China, y con las incertidumbres políticas y geopolíticas, incluidos los riesgos asociados al Brexit.

## Evolución mundial de los precios

**Aunque los precios del petróleo han sido muy volátiles, últimamente han descendido de forma significativa.** La volatilidad observada en los precios del crudo se ha debido, en gran parte, a las noticias relacionadas con la oferta, aunque, más recientemente, las expectativas de disminución de la demanda mundial han lastrado el precio. El precio del *Brent* alcanzó un máximo de 86 dólares estadounidenses por barril a principios de octubre, lo que refleja las expectativas de una reducción considerable de las exportaciones de crudo de Irán, como consecuencia de la aplicación inminente de sanciones por parte de Estados Unidos, y de la decisión de la OPEP y de Rusia de mantener estable su producción. Desde entonces, la confluencia de noticias positivas sobre la oferta, como las declaraciones sobre la disponibilidad de suficiente capacidad excedente de producción de Arabia Saudí y de Rusia y el anuncio de la aplicación de exenciones temporales de las sanciones de Estados Unidos a varias grandes economías que importan petróleo de Irán, ha contribuido a la caída de los precios. Más recientemente, las expectativas de retroceso de la demanda mundial de esta materia prima también han presionado los precios a la baja. En consecuencia, el supuesto relativo a los precios del crudo en que se basan las proyecciones de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2018 contempla un descenso de estos precios de alrededor del 5,8 % y el 3,2 % en 2019 y 2020, respectivamente, con respecto a las proyecciones anteriores. Sin embargo, desde la fecha límite de recepción de los datos para las proyecciones, el precio del petróleo ha vuelto a caer situándose en 59 dólares estadounidenses por barril el 12 de diciembre.

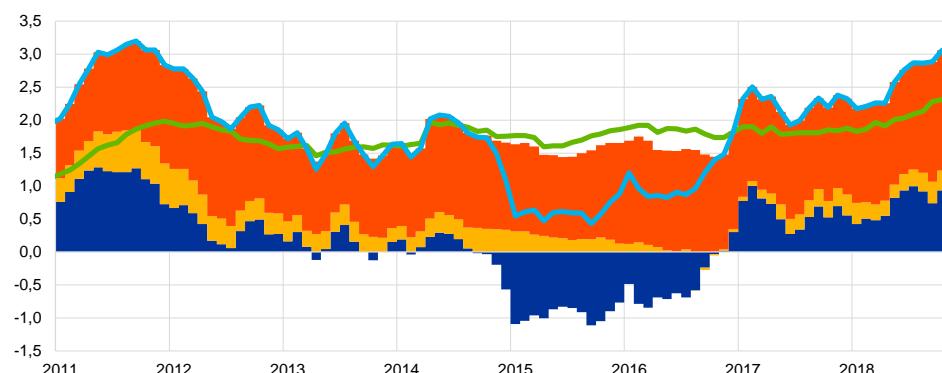
**Antes de la reciente caída de los precios del petróleo, las subidas que experimentaron previamente ejercieron algunas presiones al alza sobre la inflación mundial medida por los precios de consumo.** En los países de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), la inflación interanual medida por el índice de precios de consumo (IPC) aumentó hasta situarse en el 3,1 % en octubre. Excluidos la energía y los alimentos, la inflación no varió y se mantuvo en el 2,3 %, interrumpiendo la 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)

- Contribución de la energía
- Contribución de los alimentos
- Contribución de todas las partidas excluidos energía y alimentos
- Inflación excluidos energía y alimentos
- Inflación incluidas todas las partidas



Fuentes: OCDE y cálculos del BCE.

Nota: La última observación corresponde a octubre 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 anterior repunte de los precios del petróleo y el aumento de la inflación en varias economías emergentes afectadas por las turbulencias financieras registradas en verano. A más largo plazo, el reciente descenso de los precios del crudo y la actual curva de futuros sobre el petróleo, que señala una reducción gradual de los precios del crudo a medio plazo, indican una menor contribución de los precios energéticos a la inflación. Además, se prevé que la disminución de la capacidad productiva sin utilizar a escala global ejerza ciertas presiones al alza sobre la inflación.

## 2

## Evolución financiera

*Los tipos de interés libres de riesgo a largo plazo han disminuido a escala mundial desde la reunión del Consejo de Gobierno de septiembre de 2018, en un contexto de elevada incertidumbre geopolítica y de percepción de deterioro de las perspectivas macroeconómicas. Los diferenciales de la deuda soberana de la zona del euro han permanecido, en gran medida, estables, a excepción del diferencial soberano de Italia, que ha mostrado una volatilidad significativa. Aunque las expectativas de beneficios empresariales mantienen su solidez, algunas revisiones a la baja, así como una reevaluación del riesgo, se han traducido en caídas de los precios de las acciones y de los bonos de las empresas de la zona del euro. En los mercados de divisas, el tipo de cambio efectivo del euro se ha debilitado en términos generales.*

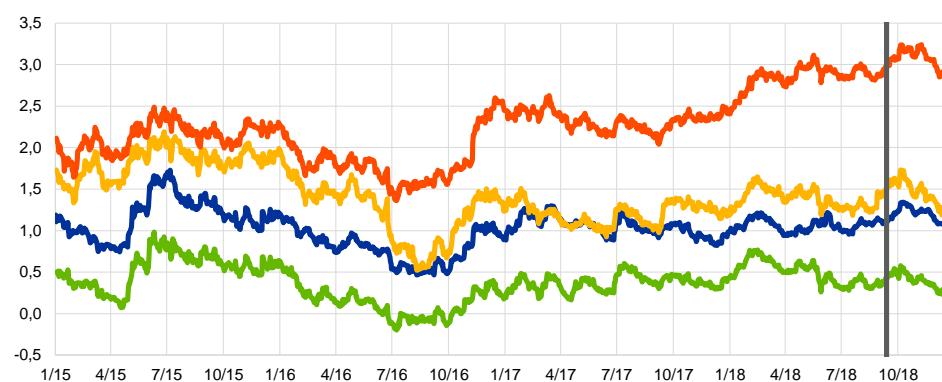
**Los rendimientos a largo plazo han disminuido en la zona del euro y en Estados Unidos.** Durante el período analizado (del 13 de septiembre al 12 de diciembre de 2018), el tipo swap del eonia (OIS) libre de riesgo a diez años de la zona del euro cayó 4 puntos básicos y se situó en el 0,72 %, y el rendimiento de la deuda soberana a diez años de la zona del euro ponderado por el PIB se redujo en 1 punto básico, hasta el 1,09 %. El rendimiento de la deuda soberana a diez años de Estados Unidos descendió 6 puntos básicos, hasta situarse en el 2,91 %, mientras que el de la deuda equivalente del Reino Unido cayó 22 puntos básicos, hasta el 1,28 % (véase gráfico 4). Los movimientos registrados durante el período y la disminución general de los rendimientos a largo plazo a escala mundial obedecieron al aumento de la incertidumbre geopolítica y a la publicación de algunos datos macroeconómicos peores de lo esperado.

**Gráfico 4**

Rendimientos de la deuda soberana a diez años

(porcentajes)

- Media ponderada por el PIB de la zona del euro
- Reino Unido
- Estados Unidos
- Alemania



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 12 de diciembre de 2018.

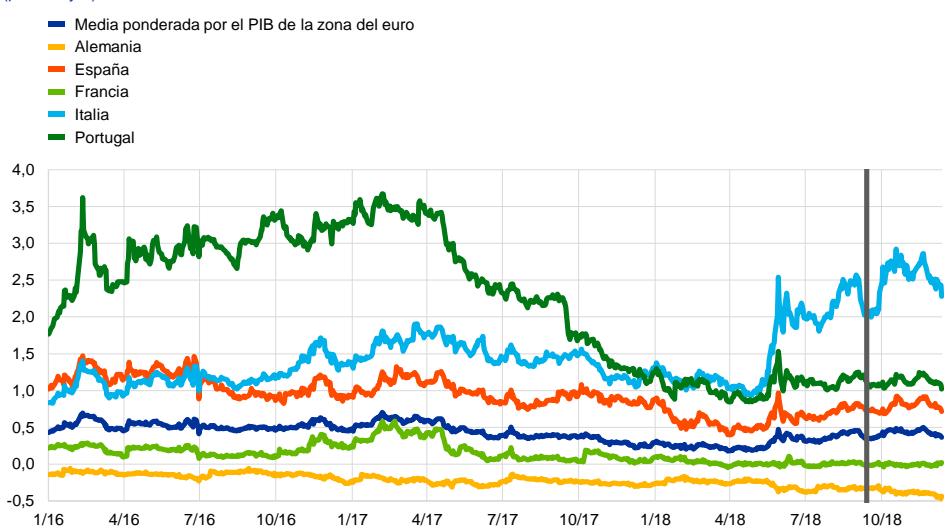
**Los diferenciales de la deuda soberana de la zona del euro con respecto al tipo OIS libre de riesgo apenas variaron con respecto a septiembre, pese a mostrar cierta volatilidad.** Las condiciones en los mercados de deuda soberana

fueron principalmente estables durante el período analizado, a excepción del mercado italiano, en el que los diferenciales a diez años aumentaron 26 puntos básicos y se situaron en el 2,28 %, en un contexto de continua incertidumbre política (véase gráfico 5). En conjunto, desde el 13 de septiembre, los diferenciales soberanos de otros países de la zona del euro prácticamente no han variado y, por lo tanto, la media ponderada por el PIB de los rendimientos de la deuda soberana a diez años se ha mantenido estable, y se situó en 37 puntos básicos el 5 de diciembre.

**Gráfico 5**

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

(porcentajes)



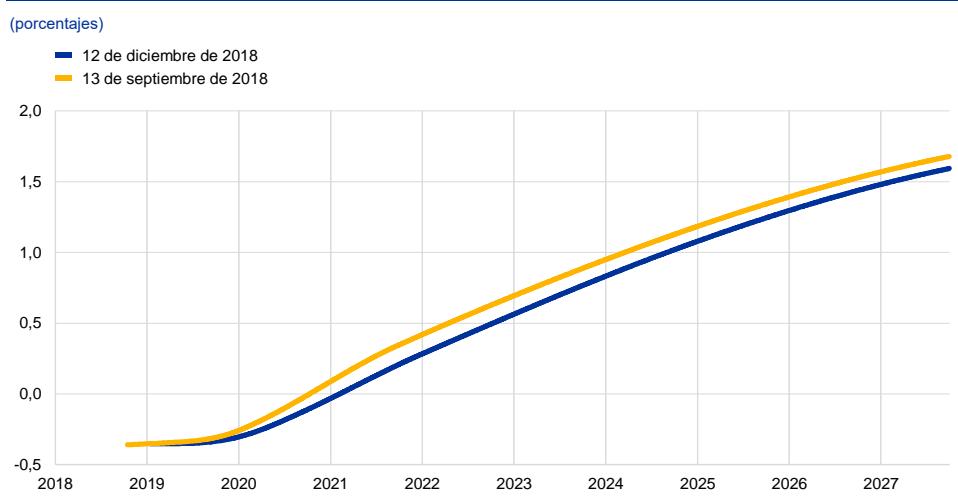
Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

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 (13 de septiembre de 2018). La última observación corresponde al 12 de diciembre de 2018.

**El índice medio del tipo de interés del euro a un día (eonia) se situó, en promedio, en -36 puntos básicos durante el período considerado.** El exceso de liquidez se redujo ligeramente, unos 13 mm de euros, hasta una cifra aproximada de 1.891 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. Para más información sobre la evolución de la situación de liquidez, véase el recuadro 2.

**La curva de tipos *forward* del eonia se desplazó ligeramente a la baja durante el período analizado.** La curva se mantiene por debajo de cero en los horizontes anteriores a 2021, lo que refleja las expectativas de los mercados de que los tipos de interés se mantengan en niveles negativos durante un período prolongado (véase gráfico 6).

**Gráfico 6**  
Tipos *forward* del eonia



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

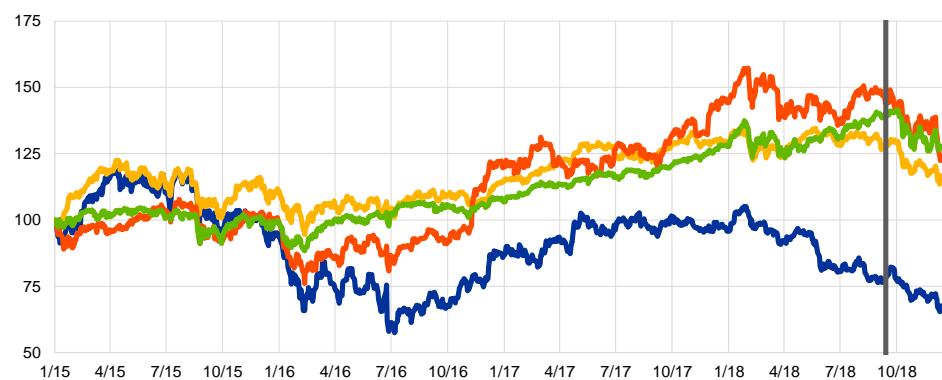
**Los índices bursátiles amplios de la zona del euro registraron descensos en un contexto de creciente incertidumbre geopolítica y de cierta propagación de la volatilidad de los mercados estadounidenses.** Durante el período considerado, las cotizaciones del sector financiero y de las sociedades no financieras de la zona del euro retrocedieron en torno a un 13 % y a un 9 %, respectivamente (véase gráfico 7). En Estados Unidos se observaron caídas similares. Parte de la disminución de las cotizaciones de la zona del euro se debió a las revisiones a la baja de las expectativas de beneficios empresariales, ante la percepción de deterioro de las perspectivas macroeconómicas. Sin embargo, en general, las expectativas de beneficios se mantienen por encima de la media para las empresas de la zona del euro y continúan sosteniendo sus cotizaciones. En la zona del euro, la volatilidad bursátil aumentó durante el período analizado, en un contexto de persistentes tensiones en sus mercados de deuda soberana, de incertidumbre geopolítica y de cierta propagación de la volatilidad de los mercados de renta variable estadounidenses.

### Gráfico 7

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

(índice: 1 de enero de 2015 = 100)

- Entidades de crédito de la zona del euro
- Sociedades no financieras de la zona del euro
- Entidades de crédito de Estados Unidos
- Sociedades no financieras de Estados Unidos



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

Notas: La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (13 de septiembre de 2018). La última observación corresponde al 12 de diciembre de 2018.

**Los diferenciales de rendimiento de los valores de renta fija privada de la zona del euro aumentaron durante el período analizado.** Desde 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 incremento de alrededor de 30 puntos básicos, hasta situarse en 96 puntos básicos (véase gráfico 8). Los rendimientos de la deuda del sector financiero también se elevaron, por lo que el diferencial se amplió alrededor de 35 puntos básicos. Las estimaciones basadas en modelos sugieren que esta subida refleja, muy probablemente, 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 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

(puntos básicos)

- Instituciones financieras
- Sociedades no financieras



Fuentes: Índices iBoxx y cálculos del BCE.

Notas: La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (13 de septiembre de 2018). La última observación corresponde al 12 de diciembre de 2018.

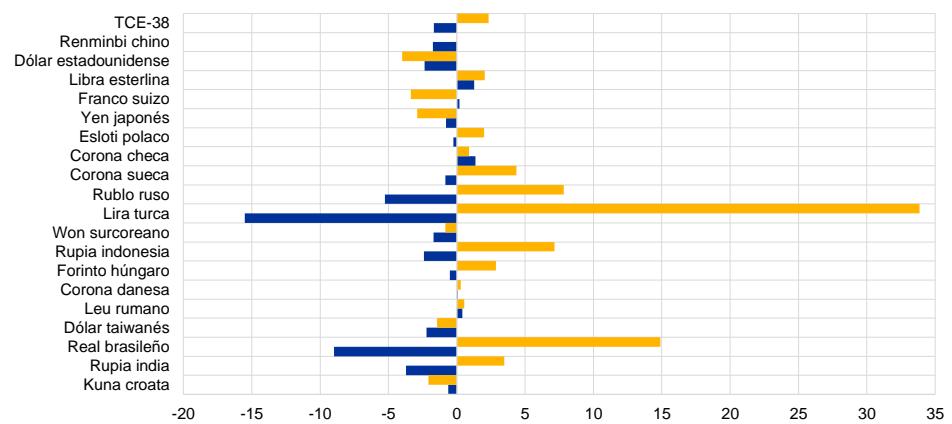
**En los mercados de divisas, el tipo de cambio efectivo del euro se debilitó en términos generales (véase gráfico 9).** Durante el período analizado, el tipo de cambio efectivo nominal del euro, medido frente a las monedas de 38 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro, se depreció un 1,7 %. En términos bilaterales, el euro se debilitó frente a la mayoría de las monedas y, en particular, frente al dólar estadounidense (2,4 %), lo que refleja, en parte, las expectativas acerca de la orientación futura de la política monetaria de la Reserva Federal y del BCE. El euro también perdió valor, en general, frente a las monedas de la mayoría de las economías emergentes, incluido el renminbi chino (1,7 %) y, en especial, la lira turca (15,5 %), el real brasileño (9 %) y el rublo ruso (5,3 %), que siguieron recuperando parte de las pérdidas registradas anteriormente.

### Gráfico 9

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

(tasas de variación)

- Desde el 13 de septiembre de 2018
- Desde el 12 de diciembre de 2017



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 diciembre de 2018.

### 3

## Actividad económica

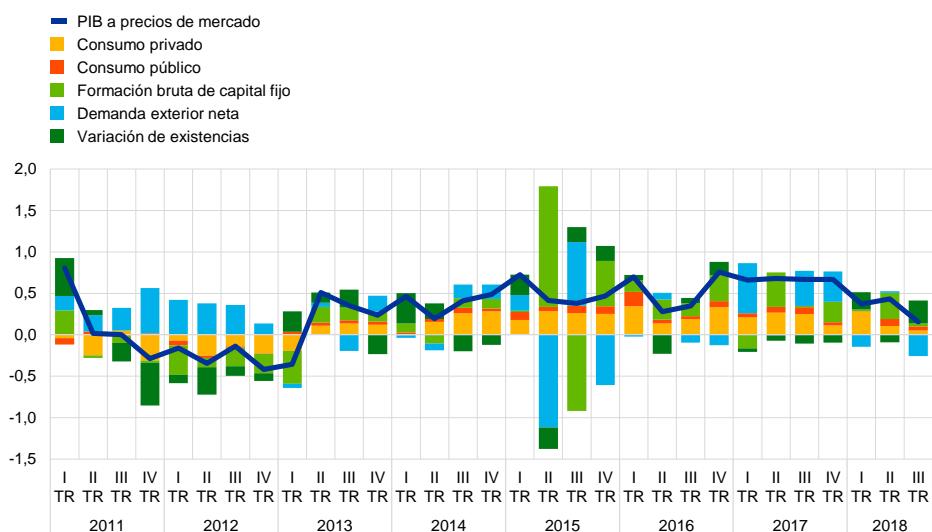
*En el tercer trimestre de 2018, el crecimiento del PIB real de la zona del euro continuó ralentizándose, hasta situarse en el 0,2 %, en tasa intertrimestral, principalmente como consecuencia de determinados acontecimientos en un sector específico. De cara al futuro, la información más reciente sigue siendo acorde, en general, con una expansión sostenida de la economía, aunque con mayores riesgos a la baja. El avance del PIB real de la zona del euro se sustenta fundamentalmente en el crecimiento del consumo privado y de la inversión. Según las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de diciembre de 2018, el PIB real crecerá un 1,7 % en 2019, un 1,7 % en 2020 y un 1,5 % en 2021. En comparación con las proyecciones de septiembre de 2018, el crecimiento del PIB real se ha revisado ligeramente a la baja para 2018 y 2019, debido sobre todo a la mayor debilidad de los datos en el tercer trimestre de 2018 y al consiguiente menor efecto de arrastre en 2019.*

**El crecimiento de la zona del euro siguió moderándose en el tercer trimestre de 2018, principalmente como consecuencia de determinados acontecimientos en un sector específico, pero mantuvo su capacidad de resistencia, pese a la ligera contracción observada en algunos países de la zona.** El PIB real creció un 0,2 %, en tasa intertrimestral, en el tercer trimestre del año, tras experimentar un avance del 0,4 % en los dos trimestres anteriores (véase gráfico 10). La desaceleración del tercer trimestre parece haber estado relacionada, sobre todo, con cuellos de botella temporales en la fabricación de automóviles (fundamentalmente en Alemania). Para un análisis más detallado sobre la ralentización del crecimiento en 2018, véase el recuadro 3. La demanda interna siguió contribuyendo positivamente al crecimiento en el tercer trimestre de 2018, aunque en menor medida que en trimestres anteriores. La aportación de la variación de existencias también fue positiva, mientras que la contribución de la demanda exterior neta fue negativa. En cuanto a la producción, la actividad económica volvió a sustentarse principalmente en el sólido avance de la construcción y los servicios en el tercer trimestre, al tiempo que el valor añadido de la industria (excluida la construcción) experimentó una ligera contracción.

## Gráfico 10

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

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

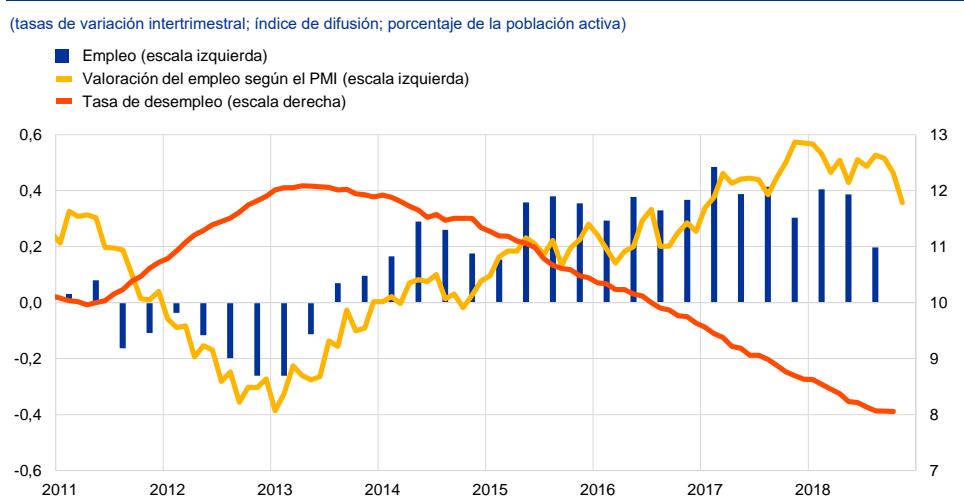


Fuente: Eurostat.

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

**El empleo siguió aumentando —un 0,2 % en tasa intertrimestral— en el tercer trimestre del año (véase gráfico 11).** En la actualidad, la tasa de empleo se sitúa un 2,6 % por encima del máximo alcanzado antes de la crisis, en el primer trimestre de 2008. El empleo creció en la mayoría de los países de la zona del euro, y el avance fue también generalizado en los distintos sectores. Con este último incremento, el empleo de la zona del euro ha aumentado en 9,6 millones de personas, en términos acumulados, desde el mínimo registrado en el segundo trimestre de 2013. Aunque este aumento es de una magnitud similar a la observada en los cinco años anteriores a la crisis, su composición es diferente, especialmente en lo que respecta a las contribuciones por grupos de edad (véase recuadro 4). El avance continuado del empleo, junto con la caída del crecimiento del PIB en 2018, se ha traducido en una moderación del crecimiento de la productividad, tras el ligero repunte registrado en 2017.

**Los indicadores coyunturales del mercado de trabajo han mostrado mayor debilidad recientemente, pero siguen apuntando a un crecimiento continuado del empleo en el cuarto trimestre de 2018.** La tasa de paro de la zona del euro se situó en el 8,1 % en octubre, sin variación con respecto al tercer trimestre de 2018, y se mantiene en el nivel más bajo observado desde noviembre de 2008. Los indicadores de opinión han registrado cierta moderación desde niveles muy elevados, pero siguen señalando un crecimiento continuado del empleo en el cuarto trimestre de 2018. Aunque los indicadores de escasez de mano de obra se han moderado ligeramente en algunos sectores y países, permanecen en niveles muy altos en términos históricos.

**Gráfico 11****Empleo, valoración del empleo según el PMI y desempleo en la zona del euro**

Fuentes: Eurostat, Markit y cálculos del BCE.

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

**Pese a registrar cierta debilidad a corto plazo, el consumo privado sigue estando impulsado por el avance del empleo y la mayor fortaleza de los balances de los hogares.** En el tercer trimestre de 2018, el consumo privado aumentó un 0,1 %, en tasa intertrimestral, tras experimentar un crecimiento algo más vigoroso en el segundo trimestre. El comercio minorista presentó un crecimiento nulo en el tercer trimestre de 2018. Además, en octubre, las matriculaciones de automóviles disminuyeron más de un 16 % con respecto a las del tercer trimestre. No obstante, estos datos son difíciles de interpretar en estos momentos debido a la existencia de cuellos de botella temporales en la fabricación y venta de automóviles. Aunque los precios del crudo todavía se encuentran muy por debajo de los máximos registrados en 2012, recientemente han mostrado volatilidad, lo que ha acrecentado la incertidumbre en torno al poder adquisitivo de los hogares. Desde una perspectiva de más largo plazo, el incremento de las rentas del trabajo continúa respaldando el sólido dinamismo subyacente del gasto en consumo. Además, el fortalecimiento de los balances de los hogares sigue siendo un factor importante que explica el avance sostenido del consumo, en especial porque la solvencia de los hogares es un determinante clave de su acceso al crédito.

**Se espera que la recuperación sostenida de los mercados de la vivienda continúe impulsando el crecimiento, aunque a un ritmo más lento.** La inversión residencial se incrementó un 0,6 % en el tercer trimestre de 2018, lo que refleja 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 más recientes señalan un impulso positivo, pero cada vez menor. La producción del segmento de construcción de edificios aumentó un 0,8 %, en tasa intertrimestral, en el tercer trimestre de 2018, desacelerándose con respecto al 0,9 % registrado en el segundo trimestre. Los indicadores de confianza de la

construcción de la Comisión Europea de los últimos meses apuntan a un dinamismo positivo, aunque más débil, en el cuarto trimestre de 2018. El índice de directores de compras (PMI) de actividad en el sector de la vivienda se situó, en promedio, en 50,1 entre septiembre y noviembre. Asimismo, los indicadores de confianza de las encuestas de opinión de la Comisión Europea retrocedieron ligeramente en noviembre. Con todo, tanto los PMI como los indicadores de confianza de la Comisión Europea permanecen claramente por encima de sus medias de largo plazo.

**En el tercer trimestre de 2018, la inversión empresarial (aproximada por la inversión, excluida la construcción) aumentó un 0,4 %, en tasa intertrimestral, tras repuntar con fuerza en el trimestre anterior (1,7 %).** Esta ralentización se debió, íntegramente, a la acusada desaceleración de la tasa de avance intertrimestral del componente de maquinaria y bienes de equipo, que descendió hasta el 0,5 % en el tercer trimestre de 2018, desde el 2,5 % del segundo trimestre. Este descenso se explica en parte por la evolución bastante débil de las exportaciones, dado que se trata de un componente muy intensivo en comercio. También se observaron ciertas diferencias en la evolución en los distintos países. Mientras que la inversión, excluida la construcción, registró tasas de crecimiento intertrimestral robustas en Francia y en España (1,9 % y 1,5 %, respectivamente), experimentó un avance más moderado en Alemania y los Países Bajos (0,6 % y 0,3 %, respectivamente, en tasa intertrimestral), y descendió de forma abrupta en Italia (-2,3 % intertrimestral). Pese a estos desarrollos recientes, se prevé que la inversión empresarial continúe viéndose respaldada por la solidez de la demanda interna, la rentabilidad y las favorables condiciones financieras en los próximos meses. No obstante, la incertidumbre en torno a la política comercial y el debilitamiento del comercio internacional son factores que plantean riesgos a la baja.

**Tras recuperarse en el segundo trimestre de 2018, las exportaciones reales totales de la zona del euro experimentaron una leve contracción, en tasa intertrimestral, en el tercer trimestre.** La caída de las exportaciones estuvo determinada por las exportaciones de bienes (-0,2 %), mientras que las de servicios aumentaron ligeramente (0,2 %). Los datos sobre el comercio de bienes muestran que la debilidad de las exportaciones de bienes obedeció principalmente a los flujos de exportación dentro de la zona del euro. El crecimiento de las exportaciones a países no pertenecientes a la zona del euro mejoró, pero se mantuvo contenido, especialmente el de las destinadas al Reino Unido, a China y a Turquía. En el tercer trimestre de 2018, las importaciones reales totales de la zona del euro registraron un incremento del 0,6 %, en tasa intertrimestral. Esta evolución se tradujo en una contribución negativa de 0,3 puntos porcentuales de la demanda exterior neta. De cara al futuro, los indicadores adelantados confirman una débil evolución de las exportaciones en los próximos meses; los resultados de las encuestas apuntan a una leve contracción, y los datos cuantitativos basados en pedidos industriales de fuera de la zona del euro señalan un deterioro menos pronunciado.

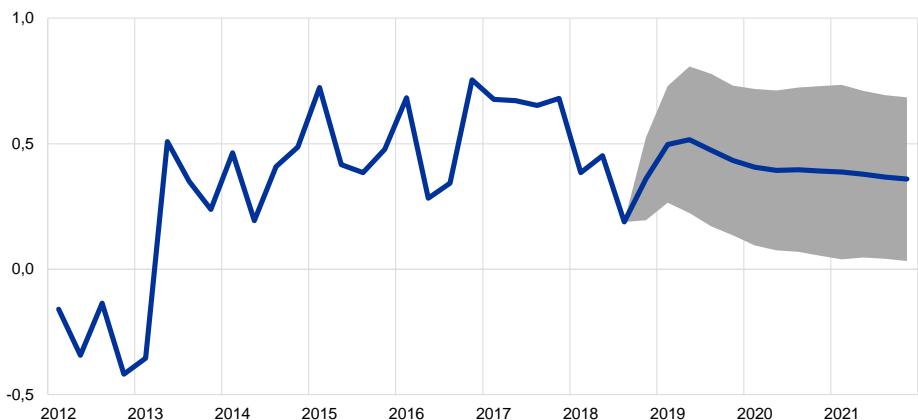
**Pese a que los últimos indicadores económicos y resultados de encuestas publicados indican una evolución algo más débil de lo previsto, confirman, en conjunto, un crecimiento generalizado y sostenido de la economía de la zona del euro.** La producción industrial (excluida la construcción) aumentó ligeramente en octubre, aunque se registraron resultados dispares entre los distintos sectores y los países más grandes de la zona del euro. El indicador de sentimiento económico (ESI) de la Comisión Europea retrocedió en octubre y se mantuvo prácticamente estable en noviembre, pero sigue situándose muy por encima de su media de largo plazo. El PMI compuesto de producción cayó en octubre y noviembre, aunque todavía se mantiene en niveles que sugieren un crecimiento continuado.

**Se espera que la actual expansión económica sólida y generalizada continúe.** La orientación acomodaticia de la política monetaria del BCE sigue respaldando la demanda interna. La mejora continua del empleo y el aumento de los salarios deberían sostener el consumo privado. Asimismo, la inversión empresarial se sustenta en la fortaleza de la demanda interna, las favorables condiciones de financiación y la mejora de los balances. La inversión residencial mantiene su dinamismo.

**Según las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de diciembre de 2018, el PIB real de la zona del euro crecerá un 1,7 % en 2019, un 1,7 % en 2020 y un 1,5 % en 2021 (véase gráfico 12).** En comparación con las proyecciones de septiembre de 2018, el crecimiento del PIB real se ha revisado ligeramente a la baja para 2018 y 2019. Esta revisión refleja la mayor debilidad de los datos en el tercer trimestre de 2018 y el consiguiente menor efecto de arrastre en 2019. Asimismo, en 2019 y 2020, aunque la ligera subida de los tipos de interés de los préstamos a largo plazo, la caída de las cotizaciones bursátiles y el menor crecimiento de la demanda externa lastrarán la actividad, se espera que estos efectos se vean ampliamente contrarrestados por el impacto favorable de los precios más bajos del crudo, la mayor debilidad del tipo de cambio efectivo del euro y cierta relajación adicional de la política fiscal. Los riesgos para las perspectivas de crecimiento de la zona del euro aún pueden considerarse, en general, equilibrados. Sin embargo, el balance de riesgos se está orientando a la baja debido a la persistencia de incertidumbre relacionada con factores geopolíticos, la amenaza 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 Eurosistema para la zona del euro de diciembre de 2018», publicado en el sitio web del BCE el 13 de diciembre 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.

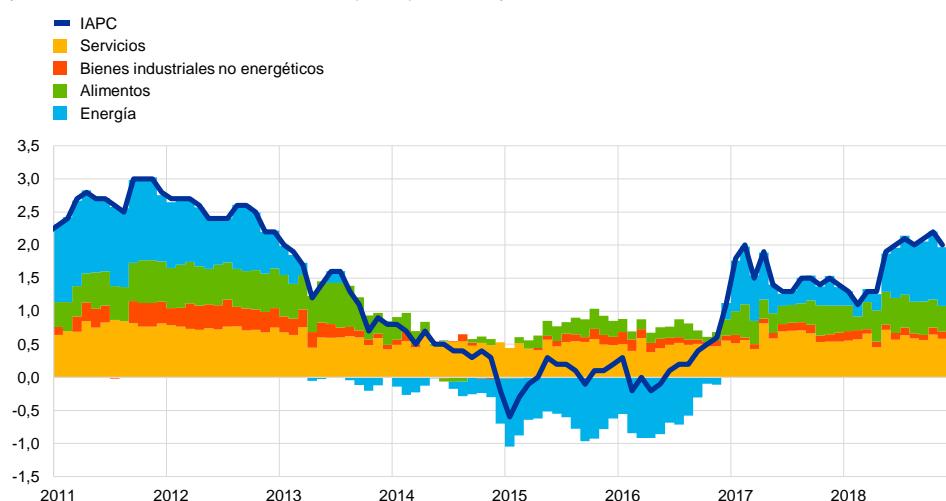
Según la estimación de avance de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro se redujo hasta el 2 % en noviembre de 2018, desde el 2,2 % observado en octubre. Aunque los indicadores de la inflación subyacente siguieron registrando movimientos laterales, las presiones de costes de origen interno continuaron intensificándose y ampliándose en un contexto de elevada utilización de la capacidad productiva y de tensionamiento de los mercados de trabajo. De cara al futuro, se espera que la inflación subyacente aumente gradualmente a medio plazo, respaldada por las medidas de política monetaria del BCE, la continuación de la expansión económica y el mayor crecimiento de los salarios. Esta valoración se refleja también, en general, en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de diciembre de 2018, que sitúan la inflación anual medida por el IAPC en el 1,6 % en 2019, el 1,7 % en 2020 y el 1,8 % en 2021; estas previsiones se han revisado ligeramente a la baja para 2019 con respecto a las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de septiembre de 2018. Se espera que la inflación anual medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, se sitúe en el 1,4 % en 2019, el 1,6 % en 2020 y el 1,8 % en 2021.

**La inflación general retrocedió en noviembre.** Según la estimación de avance de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro se redujo hasta el 2 % en noviembre de 2018, desde el 2,2 % observado en octubre (véase gráfico 13). Esta evolución reflejó la disminución de las tasas de inflación de todos los subcomponentes principales: energía; IAPC, excluidos la energía y los alimentos (IAPCX), y el total de alimentos. Es probable que la contribución de los precios energéticos a la inflación general siga reduciéndose significativamente a medida que desaparezcan los efectos de las anteriores subidas de los precios del petróleo.

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

#### Los indicadores de la inflación subyacente siguieron mostrando movimientos laterales después de aumentar desde los mínimos registrados anteriormente.

La inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, se situó en el 1 % en noviembre, frente al 1,1 % de octubre, y, por tanto, continuó fluctuando en torno a la tasa del 1 % que alcanzó tras incrementarse desde el mínimo observado a mediados de 2016. El descenso de noviembre reflejó una disminución de la tasa de variación de los precios de los servicios —del 1,5 % al 1,3 %—, mientras que la tasa de avance de los precios de los bienes industriales no energéticos se mantuvo inalterada en el 0,4 %. Otras medidas de la inflación subyacente, como el indicador PCCI (componente persistente y común de la inflación) y el indicador *Supercore* (inflación «supersubyacente»)<sup>1</sup>, que solo están disponibles para el período transcurrido hasta octubre, señalaron también, en general, que persistirá el amplio movimiento lateral observado en los últimos meses (véase gráfico 14). De cara al futuro, se espera que los indicadores de la inflación subyacente se incrementen de forma gradual, impulsados por un nuevo fortalecimiento de la remuneración por asalariado y de los precios de producción, junto con los efectos indirectos retardados derivados de las anteriores subidas de los precios del petróleo.

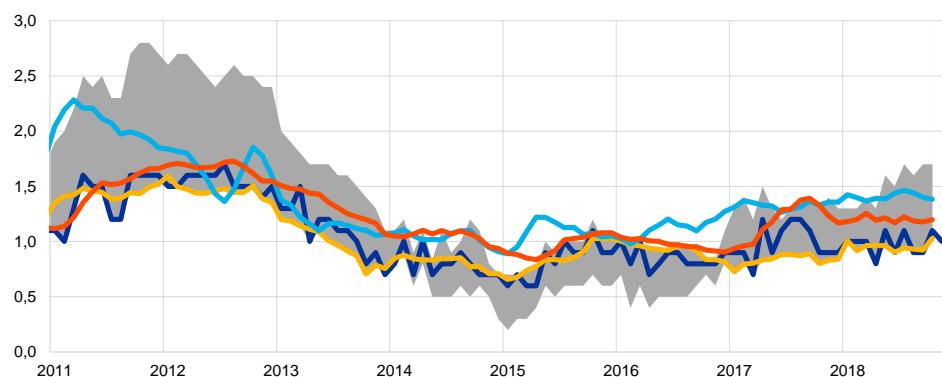
<sup>1</sup> Para más información sobre estas medidas de la inflación subyacente, véanse los recuadros 2 y 3 del artículo titulado «*Measures of underlying inflation for the euro area*», *Boletín Económico*, número 4, BCE, 2018.

## Gráfico 14

### Indicadores de la inflación subyacente

(tasas de variación interanual)

- IAPC, excluidos energía y alimentos
- IAPC, excluidos energía, alimentos, servicios relacionados con turismo y viajes, y artículos de vestir
- Supercore
- PCCI
- Rango de indicadores de la inflación subyacente



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Las últimas observaciones corresponden a noviembre de 2018 (estimación de avance) para el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, y a octubre de 2018 para el resto de los indicadores. 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.

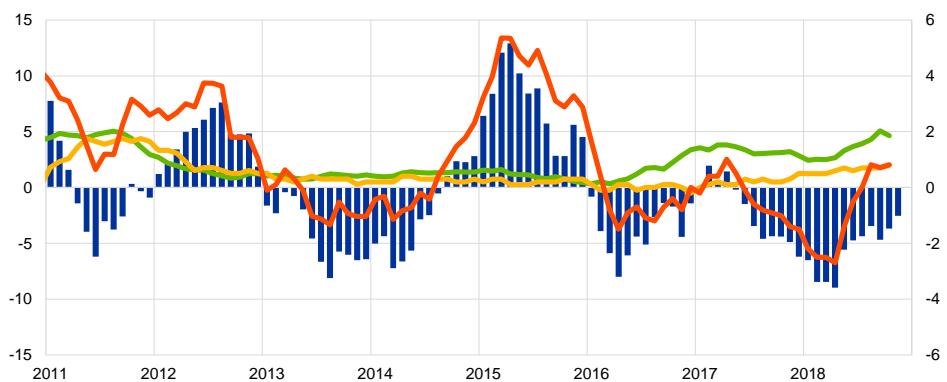
**Las presiones inflacionistas sobre el componente de bienes industriales no energéticos del IAPC se mantuvieron prácticamente sin variación en las fases posteriores de la cadena de producción.** Los datos recientes arrojaron señales dispares en relación con las primeras fases del proceso de formación de precios: la tasa de variación interanual de los precios del petróleo en euros se redujo ligeramente en octubre y sustancialmente en noviembre. En cambio, la inflación de los precios industriales no energéticos a escala mundial se situó en el 4,6 % en octubre, lo que representa un aumento considerable con respecto a su media histórica de alrededor del 2,5 % registrada a principios de este año. Pese a haberse estabilizado en torno al 0,8 % en los últimos meses, la tasa de avance de los precios de importación de los bienes de consumo no alimenticio y de los bienes intermedios se mantuvo notablemente por encima de los mínimos registrados en meses anteriores del año en curso (véase gráfico 15). La tasa de variación de los precios de producción internos de los bienes de consumo no alimenticio se incrementó levemente hasta situarse en el 0,8 % en octubre, desde el 0,7 % de los tres meses anteriores y por encima de su media de largo plazo del 0,6 %. En conjunto, las presiones inflacionistas a lo largo de las fases posteriores de la cadena de producción apenas variaron.

## Gráfico 15

### Precios industriales y de importación

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)

- TCE-38 (invertido, escala izquierda)
- IPRI, ventas interiores – bienes de consumo no alimenticio (escala derecha)
- Precios de importación de países de fuera de la zona del euro – bienes de consumo no alimenticio (escala derecha)
- IPRI mundial, excluido el petróleo (ponderado por el comercio, escala izquierda)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Las últimas observaciones corresponden a noviembre de 2018 para el TCE-38 y a octubre de 2018 para el resto de las partidas. «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. El «IPRI» (índice de precios industriales) mide la evolución mensual de los precios de venta a salida de fábrica.

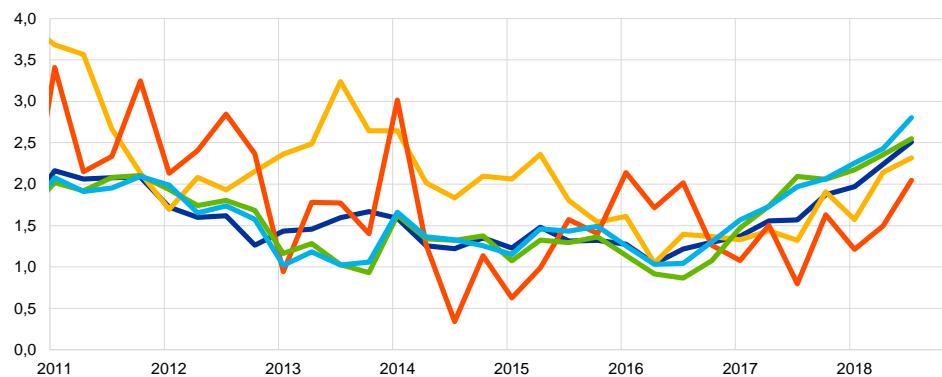
**La evolución reciente del crecimiento de los salarios señala una tendencia continuada al alza y corrobora la percepción de una acumulación gradual de presiones internas de costes.** La tasa de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado ascendió al 2,5 % en el tercer trimestre de 2018, frente al 2,2 % del segundo trimestre de 2018, y se sitúa ahora en un nivel considerablemente superior al registrado en el primer semestre de 2016. Esta evolución está en consonancia con las crecientes tensiones en los mercados de trabajo. Asimismo, siguen desapareciendo los factores que estaban lastrando el avance de los salarios, entre ellos, la baja inflación registrada anteriormente y la perduración de los efectos de las reformas laborales aplicadas en algunos países durante la crisis. Si bien la primera fase de fortalecimiento del crecimiento de la remuneración por asalariado estuvo determinada, principalmente, por la deriva salarial, la mayor parte del impulso experimentado en los últimos trimestres tuvo su origen en el incremento de la tasa de crecimiento interanual de los salarios negociados (véase el recuadro titulado «Evolución reciente de la deriva salarial en la zona del euro» en este Boletín Económico). Lo anterior, junto con la generalización del avance de los salarios en los distintos sectores (véase gráfico 16), ha reforzado la confianza en las perspectivas de crecimiento salarial.

## Gráfico 16

### Crecimiento de la remuneración por asalariado, por sector principal

(tasas de variación interanual)

- Total
- Industria (excepto construcción)
- Construcción
- Servicios de mercado
- Servicios de no mercado



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Las últimas observaciones corresponden al tercer trimestre de 2018. «Servicios de no mercado» abarca actividades realizadas por Administraciones Públicas e instituciones privadas sin fines de lucro en ámbitos como administración pública, educación y actividades sanitarias (secciones O a Q del desglose de la NACE Revisión 2). «Servicios de mercado» son todos los demás servicios incluidos en el total de servicios (secciones G a N y R a U del desglose de la NACE Revisión 2).

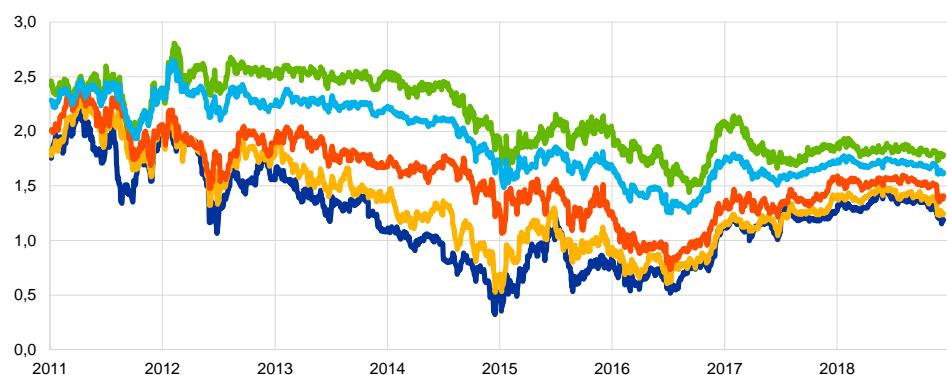
**Los indicadores de mercado de las expectativas de inflación a largo plazo han registrado un ligero descenso, mientras que los indicadores de opinión se han mantenido estables.** El 6 de diciembre de 2018, el tipo *swap* de inflación a cinco años dentro de cinco años se situó en el 1,62 %, alrededor de 7 puntos básicos por debajo del nivel observado a mediados de septiembre (véase gráfico 17). El perfil a futuro de los indicadores de mercado de las expectativas de inflación sigue señalando un período prolongado de inflación reducida, con 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 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 cuarto trimestre de 2018, los indicadores de las expectativas de inflación a largo plazo se han mantenido estables en el 1,9 %.

## Gráfico 17

### Indicadores de mercado de las expectativas de inflación

(tasas de variación interanual)

- Tasa a un año dentro de un año
- Tasa a un año dentro de dos años
- Tasa a un año dentro de cuatro años
- Tasa a un año dentro de nueve años
- Tasa a cinco años dentro de cinco años



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

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

#### Según las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema de diciembre de 2018, la inflación subyacente aumentará gradualmente durante el horizonte de proyección.

Sobre la base de la información disponible a mediados de noviembre, estas proyecciones sitúan la inflación media medida por el IAPC en el 1,6 % en 2019, el 1,7 % en 2020 y el 1,8 % en 2021, lo que representa una revisión a la baja de 0,1 puntos porcentuales en 2019 con respecto a las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE de septiembre de 2018 (véase gráfico 18). Este patrón refleja que, durante 2019, el componente energético del IAPC experimentará una acusada caída con respecto a sus elevadas tasas actuales, a medida que desaparezcan los efectos de las fuertes subidas anteriores de los precios del petróleo, mientras que se espera que la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, se incremente en consonancia con las previsiones de ampliación de la brecha de producción positiva y de tensionamiento de los mercados de trabajo. Se espera que la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, avance del 1,4 % en 2019 al 1,6 % en 2020 y al 1,8 % en 2021.

**Gráfico 18**

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

(tasas de variación interanual)

■ IAPC  
■ Intervalo de proyección



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

Notas: Las últimas observaciones corresponden al tercer trimestre de 2018 (datos observados) y al cuarto trimestre de 2021 (proyecciones). 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.

## 5

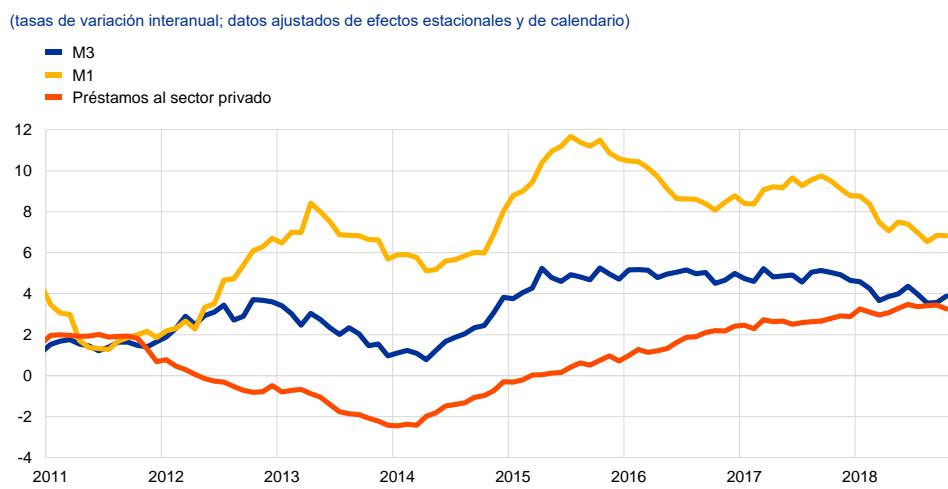
## Dinero y crédito

*El crecimiento del agregado monetario amplio repuntó en octubre de 2018, en un contexto de cambio hacia fuentes de creación de dinero más autosostenidas, a medida que se van reduciendo 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 siguieron creciendo y volvieron a ser el principal factor impulsor del avance de M3, aunque mostraron algunas señales de ralentización, sobre todo en el caso de los préstamos a sociedades no financieras. Al mismo tiempo, las condiciones de financiación y del crédito de los bancos continuaron siendo muy favorables. Además, las emisiones netas de valores representativos de deuda por parte de las sociedades no financieras se intensificaron considerablemente en el tercer trimestre de 2018, gracias a que las condiciones del mercado de renta fija aún eran relativamente beneficiosas.*

**El crecimiento del agregado monetario amplio repuntó en octubre, pero permaneció por debajo del nivel mantenido hasta finales de 2017.** La tasa de crecimiento interanual de M3 aumentó hasta el 3,9 % en octubre de 2018, desde el 3,5 % registrado en septiembre (véase gráfico 19). Esta evolución reflejó, en parte, considerables flujos mensuales y un efecto de comparación. Desde finales de 2017, el crecimiento de M3 se ha moderado, dado que la reducción de las compras netas de activos (de 80 mm a 60 mm de euros en abril de 2017, a 30 mm de euros en enero de 2018 y, posteriormente, a 15 mm de euros en octubre del mismo año) ha atenuado el impacto positivo del APP en dicho crecimiento<sup>2</sup>. El agregado monetario estrecho M1, que incluye los componentes más líquidos de M3, volvió a contribuir significativamente al avance del agregado monetario amplio y se mantuvo estable en el 6,8 % en octubre. 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.

<sup>2</sup> Véase, por ejemplo, el artículo titulado «*The transmission of the ECB's recent non-standard monetary policy measures*», *Boletín Económico*, número 7, BCE, 2015.

**Gráfico 19**  
M3, M1 y préstamos al sector privado



Fuente: BCE.

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

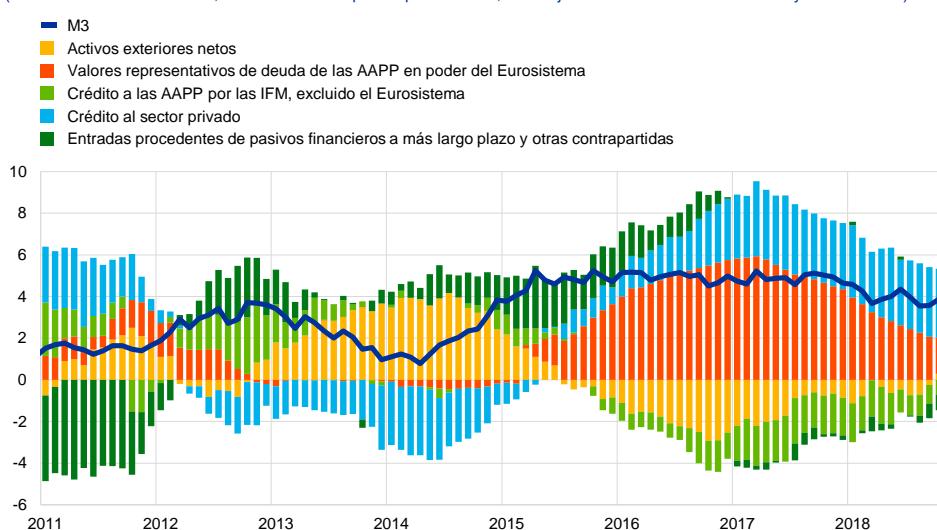
**Los depósitos a la vista volvieron a ser el componente que más contribuyó al crecimiento de M3.** La tasa de crecimiento interanual de estos depósitos se mantuvo en el 7,3 % en octubre y fue reflejo de la expansión continuada de los depósitos a la vista de los hogares, mientras que los de las sociedades no financieras moderaron su avance interanual. El efectivo en circulación creció de forma sostenida, por lo que no indicó que se esté produciendo una sustitución a gran escala del efectivo por depósitos 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) siguieron contribuyendo negativamente al avance de 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— también tuvieron un impacto negativo sobre el crecimiento del agregado monetario amplio, dada su reducida remuneración actual.

**El crédito al sector privado es el principal factor impulsor del crecimiento del agregado monetario amplio (véase gráfico 20).** 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 20), en el contexto de la citada reducción de las adquisiciones netas mensuales en el marco del APP. Esta menor contribución se ha visto compensada, en gran medida, 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 20). Esta evolución marca el cambio hacia fuentes de creación de dinero más autosostenidas; el crédito al sector privado fue la contrapartida que más contribuyó al crecimiento de M3 en octubre, en detrimento de las compras de valores representativos de deuda de las Administraciones Públicas por parte del Eurosistema. En cambio, las ventas de deuda pública por parte de las instituciones

financieras monetarias (IFM) de la zona del euro, excluido el Eurosistema, frenaron el avance de M3 (véanse las partes de color verde claro de las barras del gráfico 20). Por último, por primera vez desde junio de 2015, la contribución de los activos exteriores netos (véanse las partes de color amarillo de las barras del gráfico 20), que es reflejo, entre otros factores, de la preferencia de los inversores por activos de la zona del euro, se tornó positiva en octubre.

### Gráfico 20 M3 y sus contrapartidas

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



Fuente: BCE.

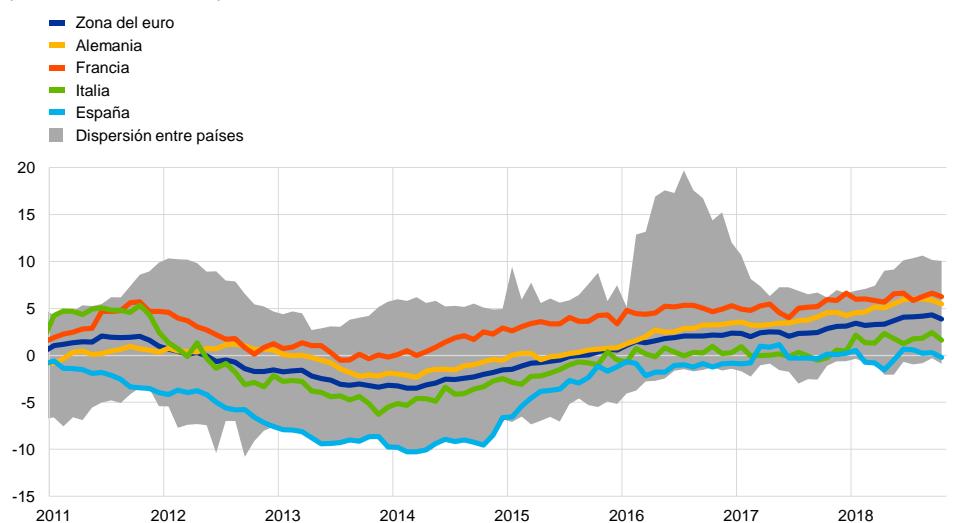
Notas: El crédito al sector privado comprende los préstamos concedidos por las IFM al sector privado y las tenencias de las IFM de valores representativos de deuda emitidos por el sector privado de la zona del euro, excluidas las IFM. Por tanto, también incluye las adquisiciones de valores representativos 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 octubre de 2018.

**El aumento del crecimiento de los préstamos al sector privado observada desde principios de 2014 se detuvo en octubre.** La tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las IFM al sector privado (ajustados de titulizaciones, otras transferencias y centralización nocial de tesorería [*notional cash pooling*]) se redujo ligeramente, hasta el 3,3 %, en octubre, desde el 3,4 % registrado en septiembre (véase gráfico 19). Por sectores, el ritmo de avance interanual de los préstamos a sociedades no financieras se moderó hasta el 3,9 % en octubre, frente al 4,3 % de septiembre. Esta evolución estuvo en consonancia con los patrones históricos de una correlación retardada con la actividad económica y se mantuvo la disparidad entre países (véase gráfico 21). La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a hogares permaneció sin variación en el 3,2 % en octubre, en un contexto de acusada heterogeneidad entre países (véase gráfico 22). El crédito al sector privado se apoya en las condiciones de financiación muy favorables, el sólido crecimiento de la inversión empresarial, 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 21

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

(tasas de variación interanual)



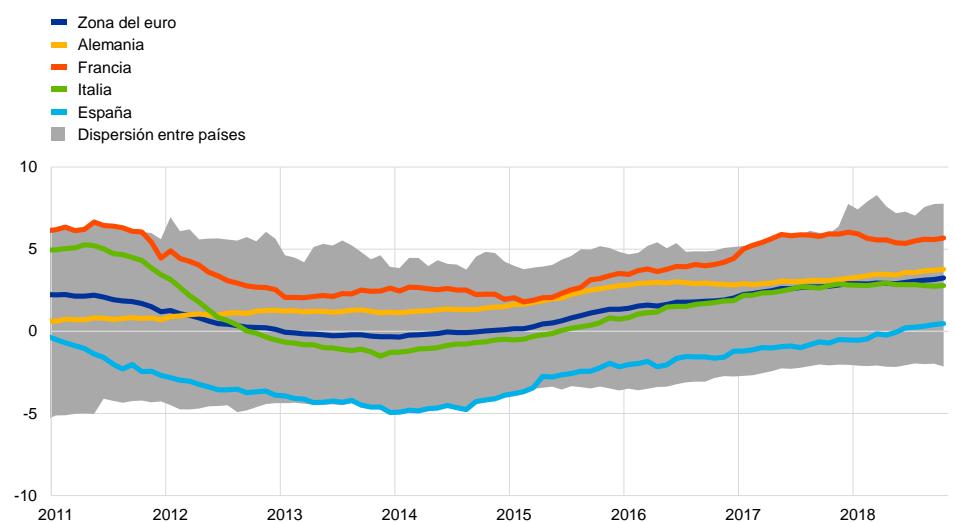
Fuente: BCE.

Notas: Préstamos ajustados de titulizaciones, otras transferencias y centralización nocial 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 octubre de 2018.

### Gráfico 22

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 titulizaciones 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 octubre de 2018.

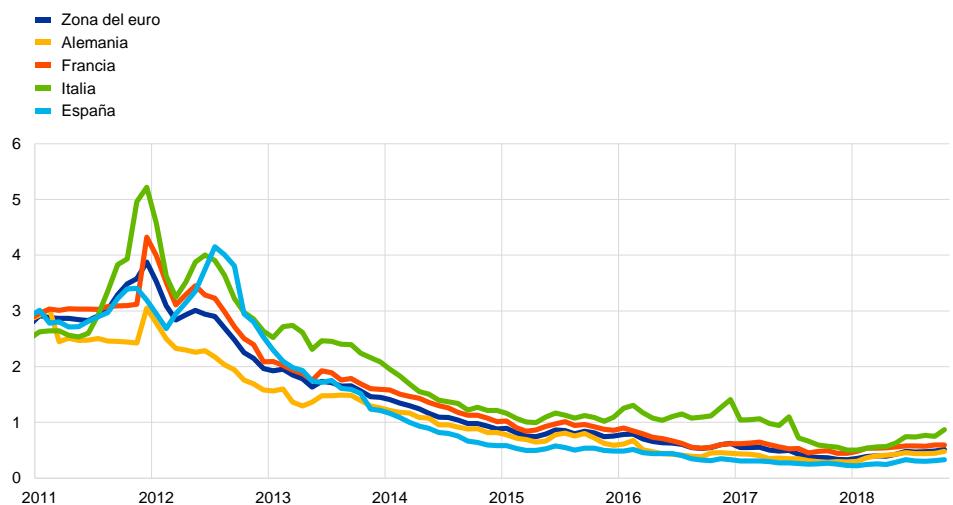
**Las condiciones de financiación de las entidades de crédito se endurecieron ligeramente, pero continuaron siendo favorables.** En octubre, el coste sintético de la financiación de las entidades de crédito de la zona del euro mediante deuda aumentó levemente, lo que prolongó la tendencia observada desde principios de 2018 (véase gráfico 23). Esta evolución fue reflejo de la mayor rentabilidad de los

bonos bancarios —que también ha incrementado su heterogeneidad entre países—, en un entorno de mayor incertidumbre política. Al mismo tiempo, el coste de la financiación mediante depósitos se mantuvo casi sin variación. El ascenso del coste de la financiación mediante la emisión de valores representativos de deuda ha tenido un impacto bastante moderado sobre el coste sintético total de la financiación de las entidades de crédito, al representar una proporción limitada de sus estructuras de financiación. Por tanto, en conjunto, las condiciones de financiación de las entidades de crédito han seguido siendo favorables y han reflejado la orientación acomodaticia de la política monetaria del BCE, así como el fortalecimiento de los balances bancarios.

**Gráfico 23**

**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 octubre 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.**

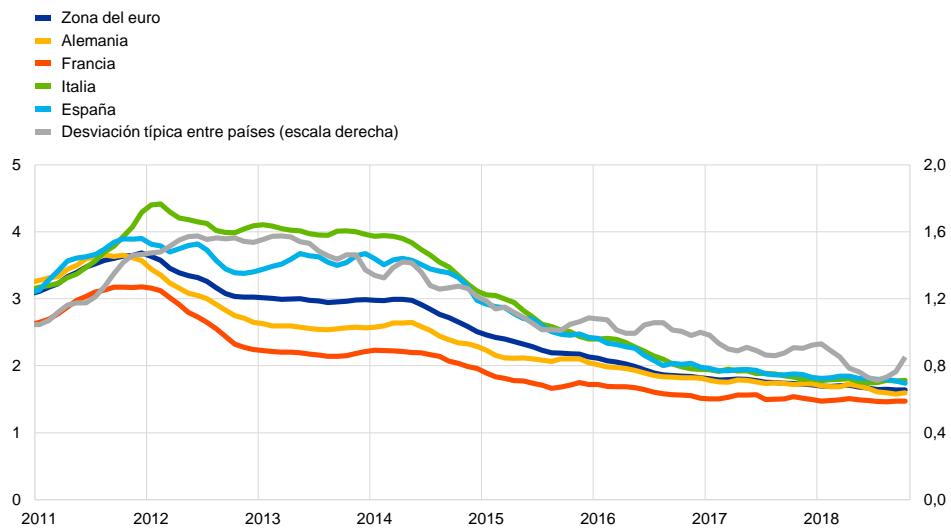
El tipo de interés sintético de los préstamos bancarios otorgados a las sociedades no financieras (véase gráfico 24) permaneció prácticamente estable en el 1,64 % en octubre, un nivel próximo al mínimo histórico del 1,62 % observado en mayo de 2018, y el de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda (véase gráfico 25) se mantuvo básicamente sin variación en el 1,80 %, algo por encima del mínimo histórico del 1,78 % registrado en diciembre de 2016. El diferencial de tipos de interés entre los créditos de hasta 250.000 euros (que proporcionan una aproximación de los préstamos a pequeñas empresas) y los créditos de más de un millón de euros (que proporcionan una aproximación de los préstamos a las grandes empresas) continuó estrechándose en octubre de 2018. Asimismo, entre mayo de 2014 y octubre de 2018, los tipos de interés sintéticos de los préstamos a sociedades no financieras y a hogares cayeron en torno a 130 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. Por tanto, en general, desde el anuncio de las medidas de expansión crediticia del BCE, realizado en junio de 2014, la transmisión de la política monetaria se ha restablecido y es ahora más homogénea entre países y empresas de distintos tamaños.

#### Gráfico 24

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

(porcentajes; medias móviles de tres meses)



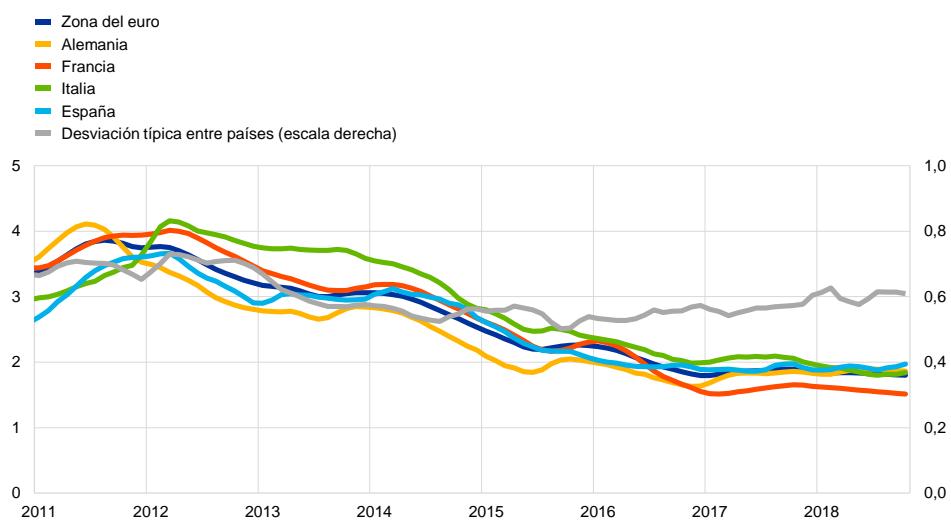
Fuente: BCE.

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 octubre de 2018.

#### Gráfico 25

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

(porcentajes; medias móviles de tres meses)



Fuente: BCE.

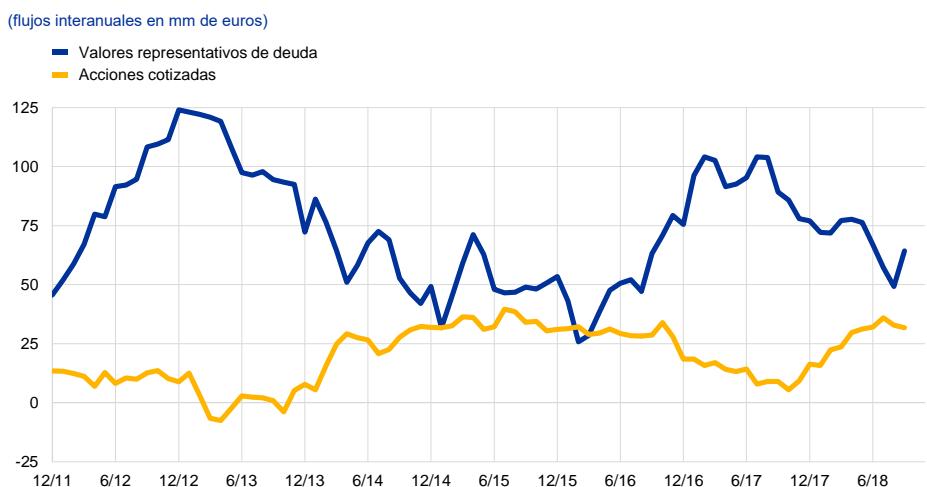
Notas: El indicador del coste total de financiación bancaria se calcula agregando los tipos de interés a corto y a largo plazo utilizando una media móvil de 24 meses del volumen de nuevas operaciones. La desviación típica entre países se calcula sobre una muestra fija de doce países de la zona del euro.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

**Se estima que el flujo interanual total de la financiación externa de las sociedades no financieras de la zona del euro volvió a crecer en el tercer trimestre de 2018.** Esta evolución, que afectó generalizadamente a los distintos instrumentos, refleja un fortalecimiento adicional de la dinámica del crédito bancario, respaldada, entre otros factores, por la relajación continuada de los criterios de aprobación y por la disminución 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 la transmisión de las medidas de política monetaria adoptadas, en 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.

**Las emisiones netas de valores representativos de deuda por parte de las sociedades no financieras se intensificaron considerablemente en el tercer trimestre de 2018, gracias a que las condiciones del mercado de renta fija continuaron siendo relativamente beneficiosas.** La actividad emisora repuntó en septiembre, tras permanecer prácticamente estable en los dos primeros meses del trimestre. En términos de flujos interanuales (véase gráfico 26), las emisiones netas de valores representativos de deuda se incrementaron en septiembre desde el mínimo de dos años observado en agosto, mientras que las emisiones netas de acciones cotizadas se stabilizaron en torno a los elevados niveles registrados en 2015-2016. Los datos de mercado sugieren que las emisiones netas de valores representativos de deuda se moderaron en octubre y en noviembre de 2018. Las emisiones netas de acciones cotizadas fueron ligeramente negativas en el tercer trimestre de 2018, posiblemente debido al aumento del coste de las acciones.

#### Gráfico 26

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



Fuente: BCE.

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

**El coste de financiación de las sociedades no financieras registró un ligero repunte y se estabilizó en niveles próximos a los alcanzados 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 4,7 % en octubre, un nivel solo algo superior al registrado en septiembre, y se estima que permaneció prácticamente estable en noviembre. El coste actual de la financiación externa se sitúa alrededor de 48 puntos básicos por encima del mínimo histórico de agosto de 2016 y continúa sustancialmente 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

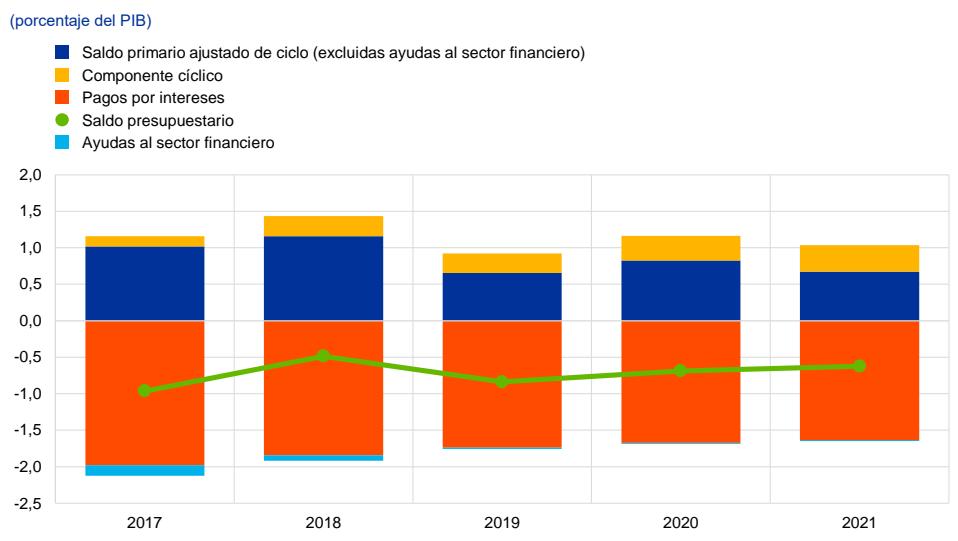
*Se prevé que el déficit presupuestario de las Administraciones Públicas de la zona del euro se reduzca de forma significativa en 2018, pero que aumente ligeramente el próximo año. La caída de 2018 se ha debido, sobre todo, a las condiciones cíclicas favorables y a la disminución de los pagos por intereses. Se espera que la orientación general de la política fiscal de la zona del euro sea básicamente neutral en 2018, se relaje en 2019 y 2020, y vuelva a ser neutral en 2021. Sin embargo, estas fluctuaciones en la orientación general para la zona del euro ocultan diferencias significativas entre países. Por ejemplo, en 2018, los cuantiosos ingresos extraordinarios obtenidos en algunos países han compensado, en conjunto, la relajación procíclica de la política fiscal en países vulnerables. En particular, los países con altos niveles de deuda se beneficiarían, en cambio, 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 se reduzca de forma significativa en 2018, pero que aumente ligeramente el año próximo. Según las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema<sup>3</sup> de diciembre de 2018, la ratio de déficit de las Administraciones Públicas de la zona del euro descenderá desde el 1 % del PIB de 2017<sup>4</sup> hasta el 0,6 % del PIB en 2021, con un empeoramiento transitorio en 2019. La mejora general de las perspectivas de las finanzas públicas está impulsada principalmente por la disminución de los pagos por intereses y por la evolución cíclica favorable. Esta mejora se verá contrarrestada, en parte, por una reducción del saldo primario ajustado de ciclo a partir de 2019 (véase gráfico 27).**

**En comparación con las proyecciones de los expertos del BCE de septiembre de 2018, las perspectivas relativas al déficit de las Administraciones Públicas de la zona del euro para los dos próximos años se han deteriorado.** El aumento del déficit es consecuencia, en parte, de un empeoramiento significativo del saldo presupuestario proyectado en Italia, debido a las medidas de expansión fiscal incluidas en el proyecto de plan presupuestario, que incumplirían los compromisos adquiridos en el marco del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC). Para la zona del euro, este deterioro se refleja en un ligero incremento del gasto primario y una menor contribución del componente cíclico.

<sup>3</sup> Véanse las «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de diciembre de 2018», BCE, 2018.

<sup>4</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 27****Saldo presupuestario y sus componentes**

Fuentes: Eurostat y proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema de diciembre de 2018.  
Nota: Los datos se refieren al agregado del sector de Administraciones Pùblicas de la zona del euro.

**Se espera que la orientación general de la política fiscal de la zona del euro sea básicamente neutral en 2018, se relaje en 2019 y vuelva a ser neutral en 2021<sup>5</sup>.** Este perfil se ve afectado por medidas discrecionales que, a tenor de las proyecciones, serán expansivas tanto en 2018 como en los dos años siguientes. No obstante, se espera que los cuantiosos ingresos extraordinarios derivados de la elevada recaudación de impuestos directos en algunos países contrarresten ampliamente este efecto.

**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 Eurosistema de diciembre de 2018 apuntan a que la deuda agregada de las Administraciones Pùblicas en relación con el PIB de la zona del euro descenderá desde el 86,8 % de 2017<sup>6</sup> hasta el 79 % en 2021. La reducción proyectada de la deuda pública se sustenta tanto en el diferencial negativo entre tipos de interés y crecimiento como en los superávits primarios (véase gráfico 28). Se prevé que los ajustes entre déficit y deuda compensen algunos de estos efectos. Durante el horizonte de la proyección, la ratio de deuda debería descender o prácticamente estabilizarse en todos los países de la zona del euro, pero seguirá superando considerablemente el valor de referencia del 60 % del PIB en algunos países. En comparación con las proyecciones de septiembre de 2018, se espera

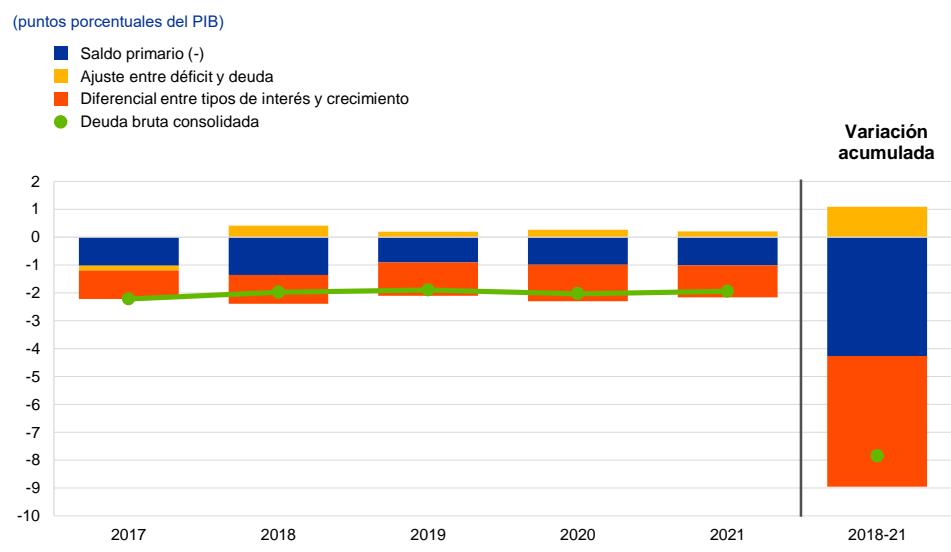
<sup>5</sup> La orientación fiscal refleja la dirección y el tamaño del estímulo proporcionado por las políticas fiscales a la economía, más allá de la reacción automática de las finanzas públicas al ciclo económico, y se mide como la variación de la ratio de saldo primario ajustado de ciclo, excluidas 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>6</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.

que el descenso de la citada ratio sea algo más moderado, ya que el superávit primario se reducirá.

### Gráfico 28

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



Fuentes: Eurostat y proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2018.

Nota: Los datos se refieren al agregado del sector de Administraciones Públicas de la zona del euro.

**Es necesario que los países continúen aplicando ajustes fiscales y cumplan íntegramente el Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC).** 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 los hace vulnerables a recesiones futuras o a nuevos episodios de inestabilidad en los mercados financieros. En vista de ello, el hecho de que el menor grado de cumplimiento del PEC corresponda a los países más vulnerables a perturbaciones es motivo de inquietud. Ciertamente, según las proyecciones de la Comisión Europea, la mayoría de los países que aún no han alcanzado posiciones presupuestarias saneadas han incumplido los compromisos adquiridos en el marco del PEC en 2018 y corren el riesgo de volver a hacerlo en 2019<sup>7</sup>. Resulta especialmente preocupante que Italia, que tiene una ratio de deuda muy elevada, presente la mayor desviación con respecto a los compromisos vigentes.

<sup>7</sup> Para información más detallada, véase el recuadro titulado «La evaluación de los proyectos de planes presupuestarios para 2019», en este Boletín Económico.