

# Información actualizada sobre la evolución económica y monetaria

## Resumen

La información disponible desde que el Consejo de Gobierno tomó la decisión de poner fin a las compras netas de activos en diciembre de 2018 sigue indicando una evolución más débil de lo previsto, debido a una moderación de la demanda externa y a algunos factores relacionados con países y sectores específicos.

Concretamente, la persistencia de incertidumbres asociadas a factores geopolíticos y a la amenaza del proteccionismo está afectando al sentimiento económico.

Al mismo tiempo, las favorables condiciones de financiación, la evolución positiva de los mercados de trabajo y el mayor crecimiento de los salarios continúan respaldando la expansión de la zona del euro y el aumento gradual de las presiones inflacionistas. Esta fortaleza subyacente de la economía refuerza la confianza del Consejo de Gobierno en que continuará la convergencia sostenida de la inflación hacia niveles inferiores, aunque próximos, al 2 % a medio plazo. Con todo, sigue siendo esencial un estímulo monetario significativo que respalde un aumento adicional de las presiones inflacionistas internas y la evolución de la inflación general a medio plazo. Dicho estímulo procederá de 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. El Consejo de Gobierno confirmó que 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.

El crecimiento económico mundial se ha ralentizado recientemente en un contexto de incertidumbres geopolíticas y vulnerabilidades en las economías emergentes. El comercio internacional perdió impulso hacia finales de 2018, ya que los riesgos a la baja relacionados con disputas comerciales no resueltas siguieron siendo elevados y el crecimiento en los mercados emergentes se desaceleró. Aunque las condiciones financieras son favorables, en general, la pérdida de dinamismo del crecimiento global ha acrecentado la volatilidad en los mercados bursátiles. China ha adoptado una orientación más acomodaticia de la política monetaria en vista de la ralentización del crecimiento.

Los rendimientos de la deuda pública de la zona del euro se redujeron ligeramente, en un contexto en el que los tipos de interés libres de riesgo a escala mundial descendieron y los diferenciales de la deuda soberana de la zona del euro se mantuvieron estables. Pese a la mayor volatilidad registrada durante el período, en general, los precios de las acciones en la zona del euro apenas variaron. Del mismo modo, los diferenciales de rendimiento de la renta fija privada solo aumentaron levemente. En los mercados de divisas, el tipo de cambio efectivo del euro se depreció.

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 han seguido mostrando una evolución más débil de lo esperado, como consecuencia de una desaceleración de la demanda externa, agravada por varios factores relacionados con países y sectores específicos. Aunque se espera que el efecto de algunos de estos factores desaparezca, es probable que el impulso del crecimiento a corto plazo sea más débil de lo anteriormente previsto. De cara al futuro, la expansión de la zona del euro seguirá sustentándose en unas favorables condiciones de financiación, las nuevas mejoras del empleo y de los salarios, el descenso de los precios de la energía, y la continuada, aunque algo más lenta, expansión de la actividad mundial.

La inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro se redujo hasta el 1,6 % en diciembre de 2018, frente al 1,9 % registrado en noviembre, como reflejo fundamentalmente del descenso de la tasa de variación de los precios de la energía. A tenor de los precios actuales de los futuros sobre el petróleo, es probable que la inflación general siga disminuyendo en los próximos meses. Aunque los indicadores de la inflación subyacente se mantienen en general en niveles moderados, las presiones de los costes laborales continúan 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 en el medio plazo, respaldada por las medidas de política monetaria del BCE, la continuación de la expansión económica y el mayor crecimiento de los salarios.

En conjunto, los riesgos para las perspectivas de crecimiento de la zona del euro se han desplazado a la baja debido a la persistencia de incertidumbres relacionadas con factores geopolíticos y con la amenaza del proteccionismo, las vulnerabilidades en las economías emergentes y la volatilidad de los mercados financieros.

El análisis monetario muestra que el crecimiento del agregado monetario amplio (M3) se redujo hasta el 3,7 % en noviembre de 2018, frente al 3,9 % registrado en octubre. La creación de crédito bancario siguió sustentando el crecimiento de M3. El agregado monetario estrecho (M1) continuó siendo el componente que más contribuyó al crecimiento del agregado monetario amplio. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a sociedades no financieras se situó en el 4 % en noviembre de 2018, frente al 3,9 % registrado en octubre, mientras que la de los préstamos a hogares se mantuvo prácticamente sin variación en el 3,3 %. La encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro correspondiente al cuarto trimestre de 2018 sugiere que las condiciones generales de concesión del crédito continuaron siendo favorables tras un período prolongado de relajación neta, y que la demanda de crédito siguió aumentando, lo que favoreció el crecimiento de los préstamos.

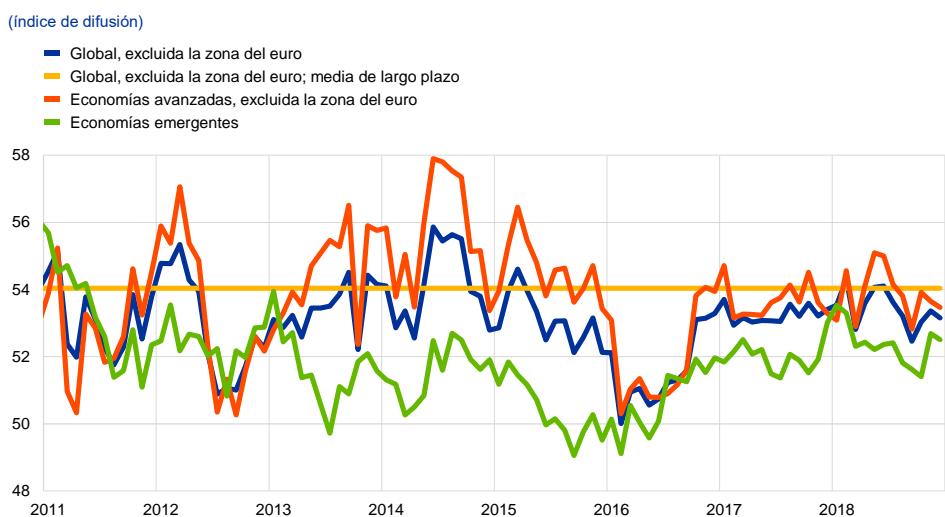
Los resultados del análisis económico y las señales procedentes del análisis monetario confirmaron que sigue siendo necesario un amplio grado de acomodación monetaria para que continúe la convergencia sostenida de la inflación hacia niveles inferiores, aunque próximos, al 2 % a medio plazo.

Basándose en esta valoración, el Consejo de Gobierno decidió mantener sin variación los tipos de interés oficiales del BCE, y sigue esperando que permanezcan en los niveles actuales 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, el Consejo de Gobierno confirmó que el Eurosystema seguirá reinvertiendo íntegramente el principal de los valores adquiridos en el marco del programa de compra de activos que vayan venciendo durante un período prolongado tras la fecha en la que el Consejo de Gobierno comience 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.

**Los indicadores económicos señalan una moderación del ritmo de crecimiento global.** El índice de directores de compras (PMI, por sus siglas en inglés) compuesto global de producción, excluida la zona del euro, se debilitó a finales de 2018 (véase gráfico 1), debido principalmente a la desaceleración continua de la actividad de las manufacturas a escala mundial. El sector servicios se mantuvo más resistente que el de manufacturas, a pesar de haberse observado cierta volatilidad en las cifras. Aunque la confianza de los consumidores partía de niveles elevados, recientemente ha disminuido.

**Gráfico 1**  
Índice PMI compuesto global de producción



Fuentes: Haver Analytics, Markit y cálculos del BCE.

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

**Los riesgos a la baja para la actividad mundial se han incrementado y una nueva escalada de las disputas comerciales podría lastrar el crecimiento mundial.** Aunque el aplazamiento de nuevas subidas de aranceles por parte de 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 un endurecimiento más rápido de las condiciones financieras a escala global y mayores tensiones en las economías emergentes, con la incertidumbre en torno a las perspectivas económicas de China y con incertidumbres políticas y geopolíticas, incluidos los riesgos asociados al Brexit.

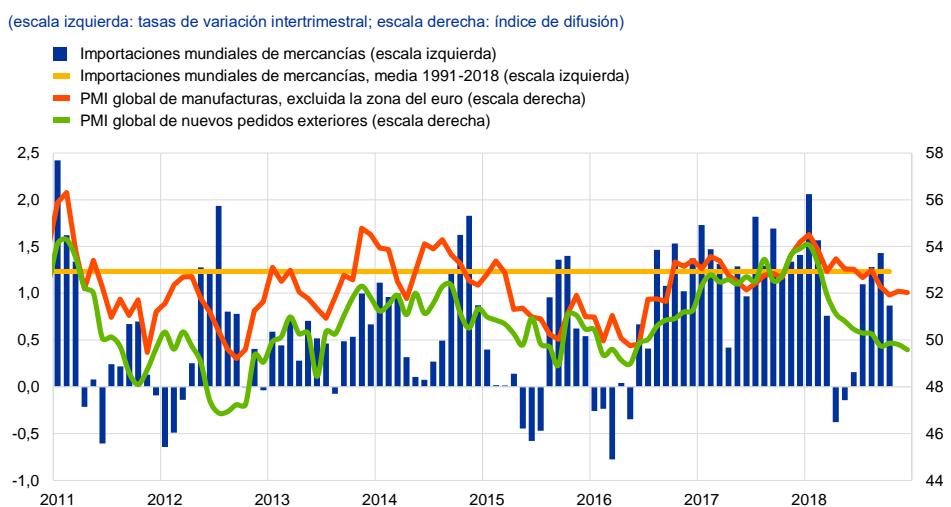
**Las condiciones financieras siguen siendo acomodaticias, en general, mientras que la preocupación acerca de la actividad económica en Estados Unidos y a escala mundial ha acrecentado la volatilidad en los mercados bursátiles.** En China, las políticas fiscal y monetaria se han suavizado en respuesta, en particular, al debilitamiento del sector de manufacturas. Las expectativas de los mercados sobre nuevos aumentos de los tipos de interés en

Estados Unidos se han moderado ligeramente, en un contexto en el que los rendimientos de los bonos del Tesoro descendieron de nuevo, lo que refleja, en parte, la evolución de las primas por plazo. De cara al futuro, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal (FOMC, por sus siglas en inglés) continúa con la normalización gradual de la política monetaria, aunque con unas perspectivas económicas más prudentes y una senda prevista de tipos de interés ligeramente más bajos.

**El comercio mundial perdió impulso hacia finales de 2018.** Las importaciones mundiales de mercancías se debilitaron en octubre, mientras que, en diciembre, el PMI global de nuevos pedidos exteriores apuntó a una contracción por cuarto mes consecutivo (véase gráfico 2). En conjunto, los datos sugieren que es posible que las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China estén influyendo en el clima del sector de manufacturas y estén afectando negativamente al crecimiento del comercial mundial.

## Gráfico 2

### Encuestas y comercio mundial de bienes



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

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

**La inflación mundial se redujo en noviembre.** En los países de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), la inflación interanual medida por los precios de consumo se moderó hasta situarse en el 2,7 % en noviembre, principalmente como resultado de la disminución de los precios de la energía, mientras que la inflación, excluidos la energía y los alimentos, se redujo ligeramente y se situó en el 2,2 %. Se espera que las presiones inflacionistas globales se mantengan contenidas. El crecimiento de los salarios en las economías avanzadas continúa siendo moderado, a pesar del tensionamiento de los mercados de trabajo y de las crecientes restricciones de capacidad.

**Los mercados de petróleo se han mantenido básicamente estables.** Los precios del petróleo descendieron en el cuarto trimestre de 2018, debido principalmente a los temores de que se produjera un exceso de oferta relacionado con las exenciones a las sanciones impuestas por Estados Unidos a las exportaciones de

petróleo iraní, unido a la persistencia de un elevado crecimiento de la producción en Estados Unidos. Inicialmente, estos efectos contrarrestaron con creces los posibles impactos sobre los precios derivados de los recortes de la producción por parte de la OPEP y de un grupo de países productores aliados, en especial porque se mantuvo la incertidumbre de los mercados en relación con los recortes acordados el 7 de diciembre de 2018. No obstante, los precios se recuperaron después de que los datos publicados indicasen unos niveles de producción más bajos de lo esperado y, el 22 de enero, los precios del Brent se situaron en 61 dólares estadounidenses por barril. Los precios de las materias primas no energéticas han experimentado un ligero aumento, principalmente como consecuencia de las subidas de los precios de los alimentos.

**La economía estadounidense creció con fuerza en 2018, en un contexto de medidas procíclicas de estímulo fiscal, pero las perspectivas de crecimiento se han visto enturbadas por la menor confianza y por unos datos que muestran una evolución más débil de lo esperado.** El crecimiento del PIB real avanzó a una tasa anualizada del 3,4 % en el tercer trimestre de 2018, muy por encima del potencial, aunque se ralentizó con respecto al 4,2 % registrado en el trimestre anterior, debido a la caída de la demanda exterior neta y a la desaceleración de la inversión privada en capital fijo. El cierre de la Administración en Estados Unidos se ha sumado a la incertidumbre generada por su política comercial con China y está lastrando (temporalmente) la actividad económica estadounidense a corto plazo. La inflación general medida por los precios de consumo descendió hasta el 1,9 % en diciembre, como resultado de una acusada desaceleración de los precios de la energía, mientras que el salario medio por hora se mantuvo sólido. En este contexto, el FOMC elevó en 25 puntos básicos la banda objetivo para el tipo de interés de referencia de los fondos federales en su reunión de diciembre de 2018, como se esperaba, y rebajó ligeramente sus proyecciones sobre el crecimiento del PIB y sobre la inflación subyacente para los próximos años.

**En Japón es probable que el PIB real correspondiente al cuarto trimestre de 2018 haya retornado a un crecimiento positivo, pero la inflación sigue siendo débil.** La volatilidad del PIB en 2018 se debió principalmente al impacto de catástrofes naturales y a condiciones meteorológicas extremas. De cara al futuro, se espera que la economía continúe en una senda de crecimiento moderado, sustentada en una política monetaria altamente acomodaticia y en el ciclo de gastos de capital a nivel nacional. El impulso del proceso de reflación de la economía se ha debilitado y en diciembre se produjo un descenso significativo de la inflación general, como consecuencia de la reciente moderación de los precios del petróleo y de los alimentos.

**En el Reino Unido parece que el crecimiento disminuirá después de una evolución robusta en el tercer trimestre de 2018.** La sólida tasa de crecimiento intertrimestral del 0,6 % registrada en el tercer trimestre reflejó un aumento transitorio del consumo y la inversión pública, así como un fuerte repunte de las exportaciones. Sin embargo, la inversión empresarial descendió por tercer trimestre consecutivo. En general, se prevé que la actividad se mantenga contenida a medio plazo. La inflación interanual medida por el IPC disminuyó levemente y se situó en el

2,1 %, lo que se tradujo en una tasa media del 2,3 % en el cuarto trimestre, tras las pronunciadas caídas observadas en meses anteriores.

**El crecimiento de la economía china está perdiendo impulso y se observan indicios de debilitamiento en el sector manufacturero, en particular.** En diciembre de 2018, el PMI de manufacturas cayó por debajo de 50 por primera vez desde 2017, mientras que el sector servicios, que está menos expuesto a las tensiones comerciales con Estados Unidos, mostró mayor capacidad de resistencia. El banco central de China adoptó nuevas políticas para suavizar la ralentización, incluida una reducción de 100 puntos básicos del coeficiente de reservas exigido a comienzos de enero y una nueva facilidad de crédito para apoyar a las pequeñas empresas en diciembre. También se esperan nuevas medidas de política fiscal, aunque el gasto fiscal por parte de las administraciones locales podría verse restringido. La inflación interanual medida por el IPC disminuyó hasta el 1,9 % en diciembre, lo que refleja la menor contribución de los bienes de consumo no alimenticio, mientras que la inflación subyacente se mantuvo estable. Ese mes, la tasa de variación del índice de precios industriales registró una pronunciada caída, hasta el 0,9 %, en respuesta al descenso de los precios del petróleo y de las materias primas, así como a la desaceleración de la actividad manufacturera china.

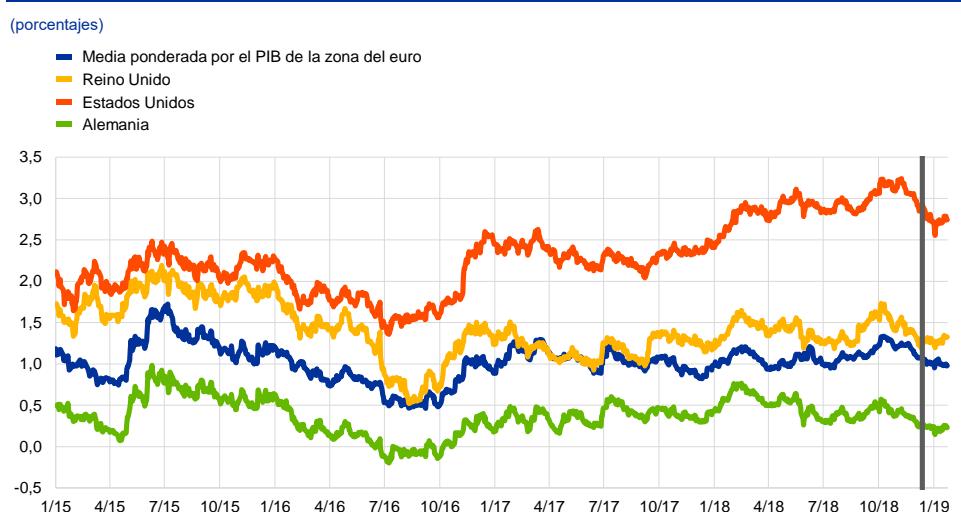
## 2

## Evolución financiera

**Los rendimientos a largo plazo han disminuido en la zona del euro y en Estados Unidos.** Durante el período de referencia (del 13 de diciembre al 23 de enero de 2019), el rendimiento de la deuda soberana a diez años de la zona del euro ponderado por el PIB se redujo en 9 puntos básicos, hasta el 0,98 %, al tiempo que los tipos de interés libres de riesgo a escala mundial descendieron y la volatilidad en los mercados financieros aumentó en el citado período (véase gráfico 3). El rendimiento de la deuda soberana a diez años de Estados Unidos cayó 16 puntos básicos, hasta situarse en el 2,74 %, mientras que el de la deuda equivalente del Reino Unido se incrementó en 2 puntos básicos, hasta el 1,33 %.

**Gráfico 3**

Rendimientos de la deuda soberana a diez años



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

Notas: Datos diarios. La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (13 de diciembre de 2018). La última observación corresponde al 23 de enero de 2019.

**Los diferenciales de la deuda soberana de la zona del euro con respecto al tipo OIS libre de riesgo apenas han variado.** Los diferenciales de rendimiento de la deuda soberana española y portuguesa prácticamente no experimentaron cambios durante el período de referencia y se situaron en 72 puntos básicos y 100 puntos básicos, respectivamente. Los diferenciales soberanos de Italia se redujeron 8 puntos básicos pero permanecieron en niveles elevados en torno al 2,17 %, al tiempo que los correspondientes a Alemania aumentaron 6 puntos básicos, hasta situarse en el -0,37 %, y, en el caso de Francia, el incremento fue de 1 punto básico, hasta el 0,04 %.

**En general, los índices bursátiles amplios de la zona del euro prácticamente no han variado, pese a la mayor volatilidad de los mercados en torno al cambio de año.** Durante el período analizado, las cotizaciones del sector bancario y de las sociedades no financieras de la zona del euro aumentaron aproximadamente un 1 %. Los elevados niveles de incertidumbre a escala mundial, junto con sorpresas macroeconómicas negativas, provocaron ventas masivas generalizadas en las distintas jurisdicciones y un alto grado de volatilidad,

que se vio acentuado por un volumen de liquidez temporalmente reducido en torno al cambio de año. A partir de entonces, los mercados de renta variable se recuperaron parcialmente de las pérdidas anteriores y la volatilidad se moderó.

**Los diferenciales de rendimiento de los valores de renta fija privada de la zona del euro se ampliaron ligeramente durante el período analizado.** Desde diciembre, 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 ha experimentado un incremento de alrededor de 2 puntos básicos y se ha situado en 95 puntos básicos. Los rendimientos de la deuda del sector financiero también han registrado un leve aumento, por lo que el diferencial se ha ampliado en unos 2 puntos básicos, hasta los 120 puntos básicos. En conjunto, pese al incremento gradual observado en 2018, los diferenciales de los valores de renta fija privada todavía se mantienen por debajo de los niveles registrados en marzo de 2016, antes del anuncio y la posterior puesta en marcha del programa de compras de bonos corporativos.

**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 unos 43 mm de euros, hasta una cifra aproximada de 1.847 mm de euros. Este descenso obedeció principalmente al aumento de los factores autónomos netos y, en menor medida, a los reembolsos anticipados realizados en el marco de la segunda serie de operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO-II).

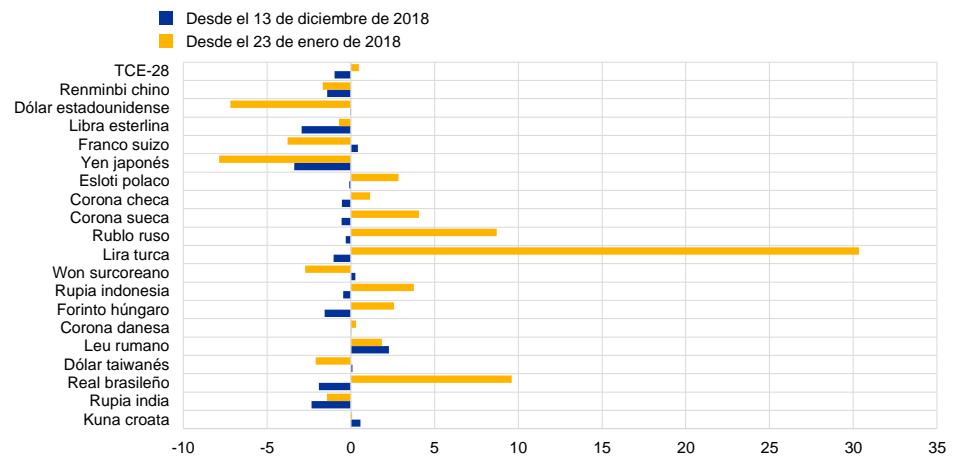
**La curva de tipos forward del eonia se desplazó ligeramente a la baja durante el período analizado.** La curva se mantiene por debajo de cero en los horizontes anteriores a 2021, lo que refleja las expectativas de los mercados de que los tipos de interés se mantengan en niveles negativos durante un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

**En los mercados de divisas, el tipo de cambio efectivo del euro se depreció (véase gráfico 4).** Durante el período analizado, el tipo de cambio efectivo 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 %. Esta evolución fue consecuencia de la pérdida de valor generalizada del euro frente a la mayoría de las principales monedas. En particular, el euro se depreció frente al yen japonés (3,4 %) y la libra esterlina (2,9 %), mientras que se mantuvo básicamente sin variación frente al dólar estadounidense. El euro también se debilitó frente al renminbi chino (1,4 %) y las monedas de otras importantes economías emergentes, como la lira turca, el real brasileño y el rublo ruso, que siguieron recuperando parte de las pérdidas registradas anteriormente.

#### Gráfico 4

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

(tasas de variación)



Fuente: BCE.

Notas: «TCE-38» se refiere al tipo de cambio efectivo nominal del euro frente a las monedas de 38 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro. Todas las variaciones se han calculado utilizando el tipo de cambio vigente el 23 de enero de 2019.

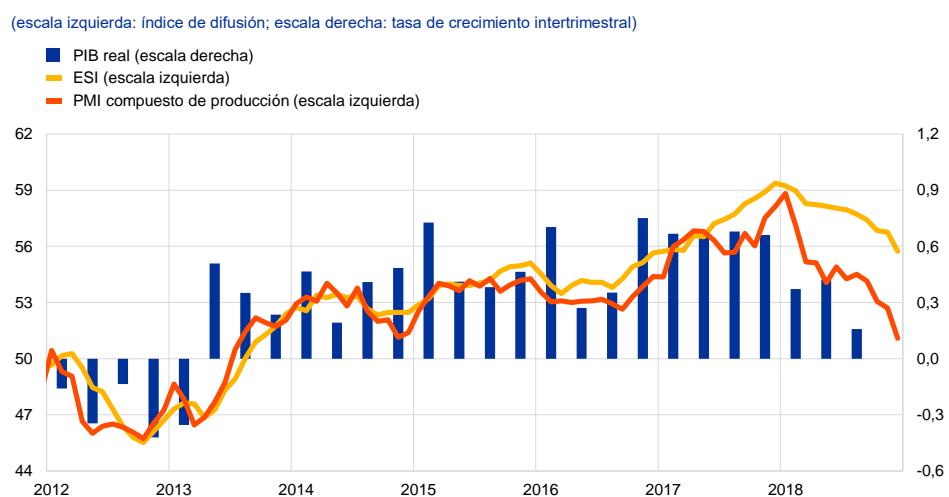
### 3

## Actividad económica

**La información más reciente ha sorprendido a la baja.** El PIB real 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 (véase gráfico 5). La demanda interna y la variación de existencias contribuyeron positivamente al resultado del tercer trimestre, mientras que la aportación de la demanda exterior neta al avance del PIB fue negativa. Los indicadores económicos apuntan a un crecimiento sostenido pero persistentemente moderado en el último trimestre del año pasado.

### Gráfico 5

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



Fuentes: Eurostat, Comisión Europea, Markit y cálculos del BCE.

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

**El empleo siguió aumentando —un 0,2 % en tasa intertrimestral— en el tercer trimestre del año (véase gráfico 6).** 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 su avance también fue 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. 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 observado en 2017.

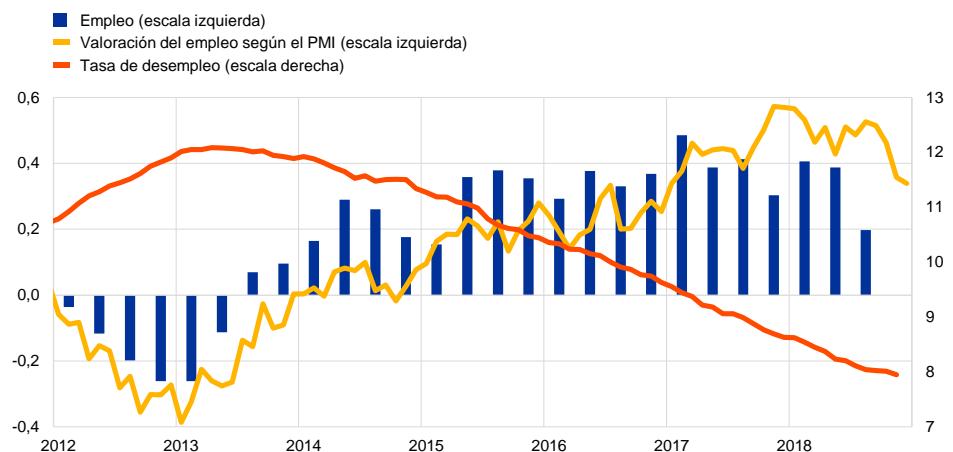
**De cara al futuro, los indicadores coyunturales apuntan a la continuación del crecimiento positivo del empleo en los próximos trimestres, aunque es probable que a un ritmo más lento que antes.** Tras permanecer estable durante tres meses, la tasa de paro de la zona del euro descendió hasta el 7,9 % en noviembre, el nivel más bajo registrado desde octubre de 2008 (véase gráfico 6). Los indicadores de opinión experimentaron un deterioro en el último trimestre de

2018 y apuntan a un menor crecimiento del empleo en los próximos trimestres, aunque todavía seguirá siendo positivo.

#### Gráfico 6

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

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



Fuentes: Eurostat, Markit y cálculos del BCE.

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

**El avance del empleo siguió impulsando la renta de los hogares y el gasto en consumo.** En el tercer trimestre de 2018, el consumo privado aumentó un 0,1 %, en tasa intertrimestral, tras registrar una tasa de crecimiento similar en el trimestre anterior. La existencia de cuellos de botella temporales en la fabricación de automóviles después de la introducción del nuevo procedimiento de ensayo de vehículos ligeros armonizado a nivel mundial (WLTP, por sus siglas en inglés) tuvo un impacto adverso sobre la actividad económica y, en particular, sobre el consumo de bienes duraderos. El crecimiento del consumo de bienes no duraderos, como los alimentos y la energía, también se ralentizó. Dado que es probable que este componente del gasto en consumo haya sido más sensible a las anteriores subidas de los precios del petróleo, y habida cuenta de que estos precios descendieron en el cuarto trimestre, su debilidad también reviste, en cierta medida, un carácter más transitorio. En cambio, el consumo de servicios —el mayor componente del gasto en consumo— mantuvo su solidez, en consonancia con el fuerte avance de la remuneración real de los asalariados.

**Pese a la reciente desaceleración del crecimiento, se espera que el consumo privado recobre impulso en el futuro.** Los datos recientes sobre el volumen de ventas del comercio minorista y las matriculaciones de automóviles apuntan a un crecimiento lento pero sostenido del gasto en consumo en el cuarto trimestre de 2018. Otros indicadores, sin embargo, corroboran que la evolución del consumo fue más sólida. Los resultados de las últimas encuestas señalan nuevas mejoras en el mercado de trabajo, lo que debería seguir impulsando la renta de los hogares y el gasto en consumo. Además, la riqueza neta de los hogares continuó registrando tasas de crecimiento robustas en el tercer trimestre. Aunque la confianza de los

consumidores ha seguido una tendencia a la baja, en general, desde finales de 2017, todavía se mantiene por encima de su media de largo plazo.

**Tras la fortaleza mostrada en el segundo trimestre de 2018, el crecimiento de la inversión se ralentizó en el tercer trimestre.** Tras registrar una tasa de crecimiento intertrimestral del 1,8 % en el segundo trimestre, la inversión, excluida la construcción, aumentó un 1,2 % en el tercer trimestre, impulsada por la inversión en maquinaria y bienes de equipo, productos de propiedad intelectual y material de transporte. La caída del crecimiento podría haber sido más intensa, de no ser por un efecto especial asociado a la inversión en I+D y en productos de propiedad intelectual en Irlanda. El avance intertrimestral de la inversión en construcción se moderó, hasta situarse en el 0,2 %, y se apoyó en el dinámico crecimiento de la inversión residencial (0,7 %). Para el cuarto trimestre de 2018, los indicadores coyunturales apuntan a un crecimiento sostenido. En octubre y noviembre, los datos mensuales sobre la producción de bienes de equipo se situaron, en promedio, en el mismo nivel que en el tercer trimestre, en el que se registró un avance intertrimestral del 0,9 %, lo que apunta a una nueva desaceleración del crecimiento de la inversión, excluida la construcción. Indicadores como el de utilización de la capacidad productiva, el de confianza y el de nuevos pedidos también son acordes con una ralentización del crecimiento en el cuarto trimestre. En cuanto a la inversión en construcción, la producción de este sector experimentó una contracción en octubre y noviembre, mientras que el PMI y el indicador de confianza de la construcción hasta diciembre seguían apuntando a un crecimiento continuado, aunque más moderado, en el cuarto trimestre de 2018.

**Se espera que la inversión siga creciendo, aunque a un ritmo más lento.** Se prevé que el avance de la inversión, excluida la construcción, siga una senda ligeramente descendente que estará determinada por el debilitamiento de la demanda interna y externa, así como por unas condiciones financieras cada vez menos favorables. Asimismo, los beneficios —la principal fuente de financiación de la inversión empresarial— parecen estar creciendo a un ritmo menor. Según las cuentas sectoriales de la zona del euro correspondientes al tercer trimestre de 2018, la tasa de crecimiento interanual del excedente bruto de explotación de las sociedades no financieras experimentó una pronunciada desaceleración. Además, es posible que la incertidumbre en torno al Brexit, el proteccionismo comercial y las perspectivas generales de crecimiento mundial, entre otros factores, ya estén afectando negativamente a las decisiones de inversión. Por lo que respecta a la inversión en construcción, el número creciente de hogares con intención de comprar o renovar una vivienda, las favorables expectativas de precios y de empleo de los constructores y la estabilidad de la concesión de visados de obra nueva —en un contexto de persistentes limitaciones derivadas de la escasez de mano de obra y de una demanda insuficiente— apuntan a un impulso positivo, aunque más débil, del sector de la construcción en el futuro.

**Después de registrar una evolución decepcionante en el tercer trimestre de 2018, parece que el crecimiento del comercio exterior de la zona del euro volvió a descender en el cuarto trimestre.** El ritmo de avance de las exportaciones de la zona del euro se desaceleró considerablemente (hasta el 0,1 %)

en el tercer trimestre, mientras que el de las importaciones se moderó (hasta el 1 %). Como resultado, la demanda exterior neta fue una rémora para la actividad económica con una contribución muy negativa al crecimiento del PIB (0,4 puntos porcentuales). Según la información disponible hasta noviembre, el comercio exterior de la zona del euro habría vuelto a reducirse en el cuarto trimestre, debido a una moderación del crecimiento del comercio dentro de la zona del euro en un contexto de retramiento de la demanda externa. La expansión de las exportaciones reales de bienes (que se calculan deflactando el comercio en términos nominales por los índices de precios industriales) siguió siendo muy moderada (el 0,8 % en tasa intertrimestral), mientras que es probable que el avance de las importaciones haya experimentado una corrección (hasta el –0,8 %) en el cuarto trimestre. Los indicadores de opinión adelantados relativos al comercio, como el índice de directores de compras (PMI) de nuevos pedidos exteriores del sector manufacturero y el análisis de los niveles de las carteras de pedidos exteriores que realiza la Comisión Europea, también anticipaban unas perspectivas más sombrías hacia el final del año.

**Los últimos datos disponibles han sido peores de lo previsto, reflejo de la menor contribución de la demanda externa y de algunos factores relacionados con países y sectores específicos.** Aunque es probable que algunos de estos factores desaparezcan, esta evolución podría sugerir una ligera ralentización del ritmo de crecimiento en el futuro. Tras registrar un crecimiento próximo a cero en octubre, la producción industrial (excluida la construcción) se redujo un 1,7 %, en tasa intermensual, en noviembre. Como resultado, durante esos dos meses la producción se situó, en promedio, un 0,7 % por debajo del nivel observado en el tercer trimestre de 2018, en el que disminuyó un 0,1 % en tasa intertrimestral. La debilidad de los datos de noviembre fue generalizada en las principales ramas de actividad, así como en los países más grandes de la zona del euro. Los indicadores de opinión más recientes señalan un crecimiento moderado y sostenido, si bien a tasas inferiores a las registradas en la primera mitad del año. El índice PMI compuesto de producción se situó, en promedio, en 52,3 en el cuarto trimestre de 2018, frente a 54,3 en el tercero, mientras que el indicador de sentimiento económico (ESI) de la Comisión Europea se redujo de 111,5 a 108,8 del tercero al cuarto trimestre (véase gráfico 5). El ESI se ha mantenido por encima de su media de largo plazo, pero el PMI se sitúa actualmente por debajo de su media histórica.

**De cara al futuro, la expansión de la zona del euro seguirá sustentándose en unas condiciones de financiación favorables.** Además, el crecimiento también debería verse respaldado por las nuevas mejoras del empleo y de los salarios, el descenso de los precios de la energía y la continuada, aunque algo más lenta, expansión de la actividad mundial. En el recuadro 2 se analizan más detenidamente los factores que se espera que sostengan la actividad interna en el futuro o que la afecten negativamente. Los resultados de la última [encuesta del BCE a expertos en previsión económica \(EPE\)](#), realizada a principios de enero, muestran que las previsiones de crecimiento del PIB del sector privado se han revisado a la baja para 2019 y 2020 con respecto a la encuesta anterior, llevada a cabo a principios de octubre.

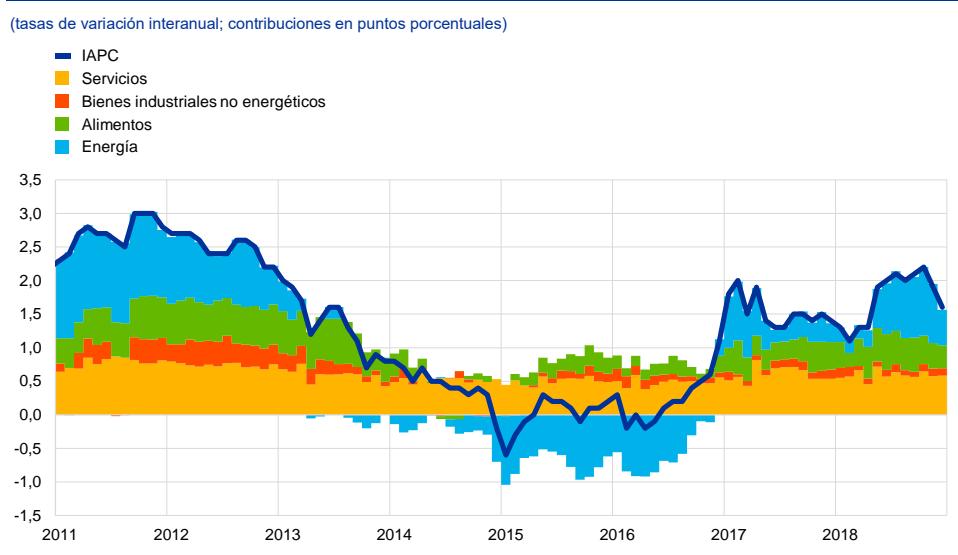
**Los riesgos para las perspectivas de crecimiento de la zona del euro se han desplazado a la baja.** La valoración más negativa de los riesgos refleja la persistencia de incertidumbres relacionadas con factores geopolíticos y la amenaza del proteccionismo, las vulnerabilidades en las economías emergentes y la volatilidad de los mercados financieros.

## Precios y costes

La inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro se situó en el 1,6 % en diciembre de 2018, frente al 1,9 % registrado en noviembre (véase gráfico 7). Este descenso reflejó, principalmente, la reducción de la tasa de variación de los precios de la energía y también, en menor medida, de la de los precios de los alimentos. La disminución de la inflación general desde el máximo alcanzado en octubre de 2018 se debió, sobre todo, a los precios de la energía, cuya tasa de variación disminuyó como consecuencia de un efecto de comparación y del impacto de los descensos recientes de los precios del petróleo. La caída de los precios del crudo y los precios de los futuros correspondientes después de mediados de noviembre fue más acusada de lo previsto en las proyecciones elaboradas por los expertos del Eurosistema de diciembre de 2018, lo que automáticamente se traduce en unas perspectivas de inflación general más débiles a corto plazo (véase el recuadro titulado «El efecto mecánico de los cambios en los supuestos relativos al precio del petróleo sobre las proyecciones del componente energético del IAPC para la zona del euro» en este Boletín Económico).

### Gráfico 7

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



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a diciembre de 2018.

Los indicadores de la inflación subyacente se han mantenido relativamente estables recientemente, pero permanecen por encima de los mínimos observados anteriormente. La inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, se situó en el 1 % en diciembre, sin variación con respecto a noviembre. Lo mismo ocurrió con la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía, los alimentos y los componentes muy volátiles —como los servicios relacionados con turismo y viajes, los artículos de vestir y el calzado—. En los últimos meses también se ha registrado una evolución prácticamente estable en dos medidas de la inflación subyacente basadas en modelos: el indicador PCCI

(componente persistente y común de la inflación) y el indicador *Supercore* (inflación «supersubyacente»). No obstante, tanto las medidas estadísticas como las basadas en modelos permanecieron por encima de sus respectivos mínimos de 2016.

**Las presiones inflacionistas a lo largo de la cadena de producción sobre el componente de bienes industriales no energéticos del IAPC siguieron siendo intensas, pese a la mayor debilidad observada en las primeras fases de la cadena.** Las presiones inflacionistas continuaron disminuyendo en las primeras fases; la tasa de variación interanual de los precios del petróleo en euros fue del –4,9 % en diciembre, frente al 9,7 % de noviembre y al 43,8 % de octubre, mientras que la correspondiente a los precios de las materias primas se situó en el 0,4 % en diciembre, en comparación con el 4,8 % y el 6,2 % de los dos meses anteriores. En las fases posteriores de la cadena de producción, la tasa de avance de los precios de importación de bienes de consumo no alimenticio siguió incrementándose en noviembre y, por tanto, se mantuvo sustancialmente por encima de los mínimos registrados a principios de 2018. La tasa de variación de los precios de producción internos de los bienes de consumo no alimenticio volvió a aumentar, hasta situarse en el 0,9 % en noviembre, su nivel más alto desde abril de 2012 y por encima de su media de largo plazo del 0,6 %. En conjunto, las presiones inflacionistas en las fases posteriores de la cadena de producción de los bienes industriales se mantuvieron estables, aunque con el riesgo de transmisión de la persistente debilidad observada en las primeras fases.

**Las crecientes presiones de los costes laborales no se han traducido recientemente en nuevos incrementos de las presiones inflacionistas internas en su conjunto porque se han visto amortiguadas por los márgenes empresariales.** Las presiones inflacionistas derivadas de los costes laborales continuaron intensificándose en el tercer trimestre de 2018, debido al mayor crecimiento de la remuneración por asalariado, así como al avance más débil de la productividad. Con todo, la tasa de variación interanual del deflactor del PIB se mantuvo estable en el 1,4 % en los tres primeros trimestres de 2018, dado que la moderación general del impulso cíclico de la economía, junto con el deterioro de la relación real de intercambio (relacionado, en particular, con las anteriores subidas de los precios del petróleo), lastró la evolución de los márgenes empresariales. La trayectoria más reciente del deflactor del PIB y su descomposición son características de una fase más madura de una recuperación impulsada por la demanda<sup>1</sup>.

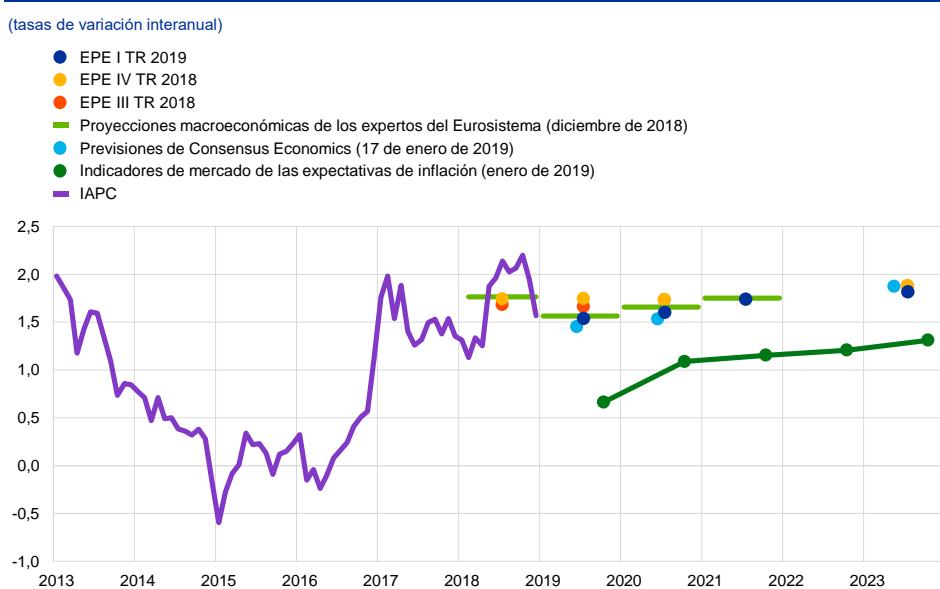
**Los indicadores de mercado y de opinión relativos a las expectativas de inflación a largo plazo han disminuido.** El 23 de enero de 2019, el tipo *swap* de inflación a cinco años dentro de cinco años se situó en el 1,54 %, alrededor de 9 puntos básicos por debajo del nivel observado a mediados de diciembre. 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 muy gradual hacia niveles de inflación inferiores, aunque próximos, al 2 % (véase gráfico 8). La probabilidad neutral, implícita en los mercados de opciones de inflación, de que la

<sup>1</sup> Véase el recuadro titulado «*El papel de los salarios en el repunte de la inflación*», Boletín Económico, número 5, BCE, 2018.

inflación media sea negativa en los cinco próximos años sigue sin ser significativa, lo que sugiere que en la actualidad los mercados consideran que el riesgo de deflación es muy bajo. Los resultados de la [encuesta del BCE a expertos en previsión económica \(EPE\) correspondiente al primer trimestre de 2019](#) sitúan las expectativas de inflación para la zona del euro, en promedio, en el 1,5 % en 2019, el 1,6 % en 2020 y el 1,7 % en 2021. Estas cifras representan revisiones a la baja de 0,2 puntos porcentuales y de 0,1 puntos porcentuales para 2019 y 2020, respectivamente, con respecto a la encuesta anterior, debido, sobre todo, a la evolución de los precios del petróleo. Según la EPE, las expectativas de inflación a largo plazo se situaron en el 1,8 %, lo que supone una revisión a la baja de 0,1 puntos porcentuales.

### Gráfico 8

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



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

Notas: La encuesta EPE correspondiente al primer trimestre de 2019 se realizó entre el 7 y el 11 de enero de 2019. La curva implícita en los mercados se basa en la tasa de inflación a un año y en la tasa de inflación *forward* a un año dentro de un año, la tasa de inflación *forward* a un año dentro de dos años, la tasa de inflación *forward* a un año dentro de tres años y la tasa de inflación *forward* a un año dentro de cuatro años. Las últimas observaciones relativas a la inflación implícita en el mercado corresponden al 23 de enero de 2019.

**Los precios de los inmuebles residenciales de la zona del euro continuaron aumentando en el tercer trimestre de 2018.** Según el índice de precios de inmuebles residenciales del BCE, los precios de la vivienda en la zona del euro se incrementaron un 4,3 %, en términos interanuales, en el tercer trimestre de 2018, frente al 4,2 % y al 4,3 % registrados en el segundo y en el primer trimestre, respectivamente. Los datos correspondientes a los tres primeros trimestres de 2018 implican, por tanto, una evolución estable con tasas de crecimiento sólidas.

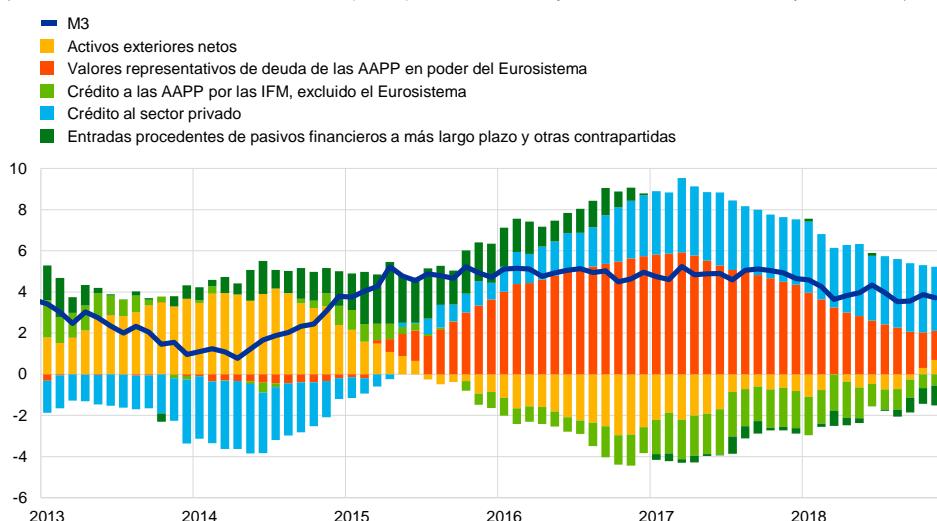
## 5

## Dinero y crédito

**El crecimiento del agregado monetario amplio se moderó en noviembre.** La tasa de crecimiento interanual de M3 descendió hasta el 3,7 % en noviembre de 2018, desde el 3,9 % registrado en octubre (véase gráfico 9). 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 el crecimiento de M3. La tasa de crecimiento interanual de M1, que volvió a contribuir de forma significativa al avance del agregado monetario amplio, se redujo hasta el 6,7 % en noviembre (frente al 6,8 % de octubre). La expansión monetaria siguió viéndose impulsada por un crecimiento económico sostenido y por el bajo coste de oportunidad de mantener los instrumentos más líquidos en un entorno de tipos de interés muy reducidos.

**Gráfico 9**  
M3 y sus contrapartidas

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



Fuente: BCE.

Notas: El crédito al sector privado comprende los préstamos concedidos por las IFM al sector privado y las tenencias de las IFM de valores emitidos por el sector privado, excluidas IFM, de la zona del euro. 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 noviembre de 2018.

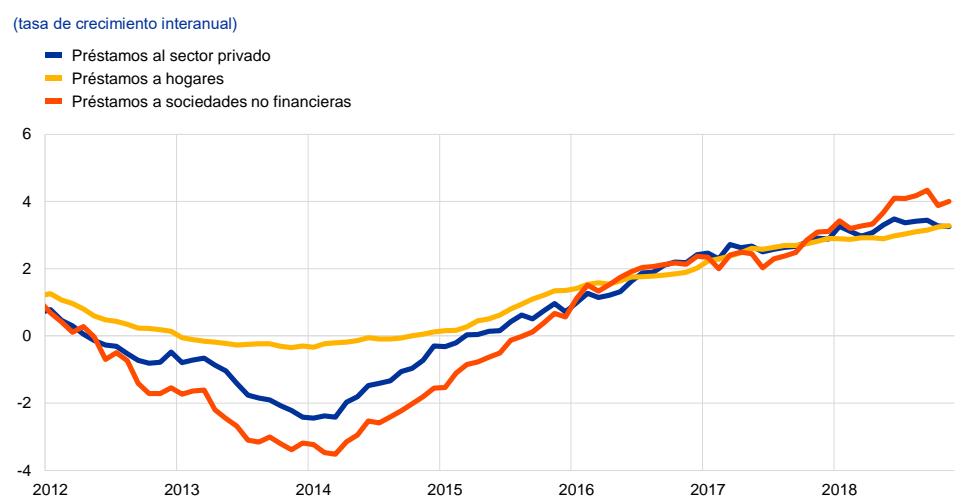
**El crédito al sector privado siguió siendo el principal factor impulsor del crecimiento del agregado monetario amplio.** En lo que respecta a las contrapartidas, la aportación positiva al crecimiento de M3 de los valores representativos de deuda de las Administraciones Públicas en poder del Eurosistema volvió a disminuir (véanse las barras de color rojo del gráfico 9), 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 barras de color azul del gráfico 9). Esta evolución marca un cambio hacia fuentes de creación de dinero más autosostenidas; el crédito al sector privado es la contrapartida que más ha contribuido al crecimiento de M3 desde octubre de 2018, por encima de las compras de valores representativos de

deuda de las Administraciones Públicas por parte del Eurosystema. En cambio, las ventas de deuda pública por parte de las instituciones financieras monetarias (IFM) de la zona del euro, excluido el Eurosystema, frenaron el avance de M3 (véanse las barras de color verde claro del gráfico 9). Por último, la contribución de los activos exteriores netos (véanse las barras de color amarillo del gráfico 9) volvió a ser positiva en noviembre.

**El crecimiento interanual de los préstamos concedidos al sector privado se mantuvo estable en noviembre.** 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*]) permaneció inalterada en noviembre, en el 3,3 % (véase gráfico 10), gracias a la aceleración de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a sociedades no financieras (que se incrementó desde el 3,9 % en octubre hasta el 4 % en noviembre) y la de los préstamos a hogares (que pasó del 3,2 % en octubre al 3,3 % en noviembre). Estos ligeros aumentos de los préstamos a sociedades no financieras y a hogares se vieron contrarrestados por la disminución de la tasa de avance interanual de los préstamos a intermediarios financieros, por lo que la tasa de crecimiento de los préstamos al sector privado en su conjunto no varió. Aunque la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda se mantuvo en niveles moderados desde una perspectiva histórica, la actividad de concesión de préstamos fue intensa. La recuperación del crecimiento de los préstamos se ha visto favorecida por el significativo descenso de los tipos de interés del crédito bancario observado en toda la zona del euro desde mediados de 2014 (principalmente como consecuencia de las medidas de política monetaria no convencionales del BCE) y por la mejora general de la oferta y la demanda de préstamos bancarios. Además, las entidades de crédito han avanzado en el saneamiento de sus balances, aunque el nivel de préstamos dudosos (NPL, por sus siglas en inglés) sigue siendo elevado en algunos países y puede limitar la concesión de crédito<sup>2</sup>.

---

<sup>2</sup> Véase también el capítulo 3 del informe «*Financial Stability Review*», BCE, noviembre de 2018.

**Gráfico 10****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 noviembre de 2018.

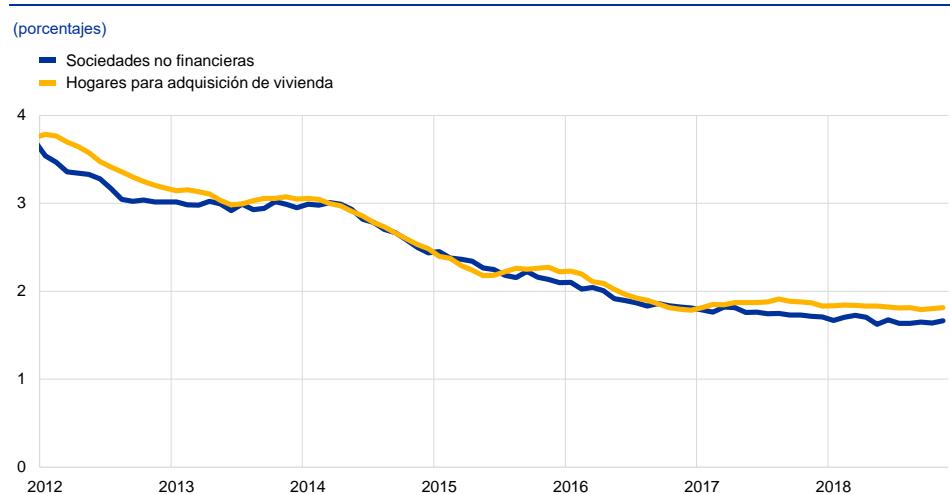
**El crecimiento de los préstamos siguió estando respaldado por las favorables condiciones de concesión del crédito bancario y por el incremento de la demanda en todas las categorías de préstamos.** Según la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de enero de 2019, los criterios de aprobación de los préstamos a empresas y de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda prácticamente no variaron en el cuarto trimestre de 2018, después de la considerable relajación neta observada, en general, en estos criterios desde 2014. Las presiones competitivas siguieron contribuyendo a la relajación de los criterios de aprobación de los préstamos a empresas y de los aplicados a los préstamos para adquisición de vivienda, mientras que la menor percepción de riesgo solo contribuyó a la relajación de estos últimos. El incremento de la demanda neta de préstamos es atribuible, en gran parte, al bajo nivel general de los tipos de interés, a la inversión en capital fijo, a las existencias y el capital circulante, a las fusiones y adquisiciones, a las favorables perspectivas del mercado de la vivienda y a la confianza de los consumidores. Las entidades de crédito de la zona del euro también indicaron que, como consecuencia de las medidas adoptadas en materia de regulación y supervisión, sus posiciones de capital se reforzaron en mayor medida en la segunda mitad de 2018 y sus criterios de aprobación en todas las categorías de préstamos se endurecieron. Por lo que respecta al impacto de las ratios de NPL en las políticas crediticias, las entidades de la zona del euro señalaron que esas ratios contribuyeron al endurecimiento de los criterios de aprobación aplicados a los préstamos a empresas y a los otorgados para adquisición de vivienda durante los seis últimos meses, y se espera que este efecto persista y afecte a todas las categorías de préstamos.

**El nivel muy favorable de los tipos de interés del crédito continuó sosteniendo el crecimiento económico de la zona del euro.** En noviembre de 2018, el tipo de interés sintético de los préstamos bancarios otorgados a las sociedades no financieras

se mantuvo prácticamente estable, en el 1,66 %, un nivel próximo al mínimo histórico registrado en mayo de ese año, y el de los préstamos para adquisición de vivienda permaneció sin variación en el 1,81 %, una cota también cercana al mínimo histórico de diciembre de 2016 (véase gráfico 11). Los tipos sintéticos de los préstamos bancarios concedidos a las sociedades no financieras y a los hogares han disminuido considerablemente y en mayor medida que los tipos de interés de referencia del mercado desde que el BCE anunció medidas de expansión crediticia en junio de 2014. La reducción de los tipos de los préstamos bancarios otorgados a las sociedades no financieras, así como los de los concedidos a las pequeñas empresas (suponiendo que los créditos de hasta 250.000 euros se otorgan sobre todo a pequeñas empresas), fue especialmente significativa en los países de la zona del euro más expuestos a la crisis financiera, lo que indica una transmisión más homogénea de la política monetaria a los tipos de interés de los préstamos bancarios en toda la zona y en los distintos tipos de empresas.

#### Gráfico 11

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



Fuente: BCE.

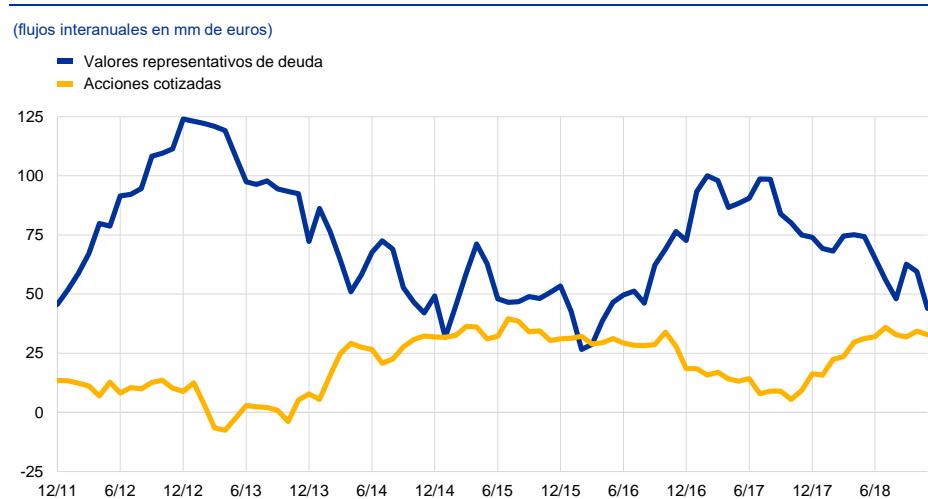
Notas: Los tipos de interés sintéticos de los préstamos bancarios se calculan agregando los tipos a corto y a largo plazo, utilizando una media móvil de 24 meses del volumen de nuevas operaciones. La última observación corresponde a noviembre de 2018.

**Las emisiones netas de valores representativos de deuda por parte de las sociedades no financieras de la zona del euro disminuyeron ligeramente en los dos primeros meses del cuarto trimestre de 2018, después del moderado incremento observado en los dos primeros meses del trimestre anterior.** Los datos más recientes del BCE señalan que, en términos netos, los flujos totales de valores representativos de deuda emitidos por las sociedades no financieras en octubre y en noviembre de 2018 fueron marginalmente negativos, lo que contrasta con los patrones estacionales típicos observados en los últimos años, en los que la debilidad de las emisiones ha tendido a concentrarse en el último mes del cuarto trimestre. Desde una perspectiva más a medio plazo (véase gráfico 12), los flujos interanuales de valores representativos de deuda siguieron reduciéndose y ascendieron a 44 mm de euros en noviembre de 2018, tras un descenso de 30 mm de euros en los doce meses anteriores. Los datos de mercado disponibles sugieren

que las emisiones netas de valores representativos de deuda continuaron siendo escasas en diciembre de 2018, pero que finalmente se recuperaron en cierta medida a principios de enero de 2019. En octubre y noviembre de 2018, las emisiones netas totales de acciones cotizadas por parte de las sociedades no financieras fueron bastante elevadas y mejoraron con respecto a la cifra ligeramente negativa registrada en los dos primeros meses del tercer trimestre de 2018. En términos de flujos interanuales, las emisiones netas de acciones cotizadas se mantuvieron próximas a los niveles más altos registrados desde 2012.

### Gráfico 12

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



Fuente: BCE.

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

**Pese al repunte observado en los últimos meses, los costes de financiación de las sociedades no financieras de la zona del euro siguieron siendo, en general, favorables.** El coste nominal total de la financiación externa de las sociedades no financieras, que incluye préstamos bancarios, emisiones de deuda en el mercado y financiación mediante acciones, se mantuvo en torno al 4,7 % en noviembre y, según las proyecciones, habría aumentado nuevamente en diciembre de 2018 y en enero de 2019. Asimismo, aunque se estima que el coste de financiación se sitúa actualmente alrededor de 54 puntos básicos por encima del mínimo histórico de agosto de 2016, aún sigue estando por debajo de los niveles observados en el verano de 2014. El aumento del coste de financiación registrado desde el final del tercer trimestre de 2018 refleja el mayor coste de las acciones y de los valores de renta fija. El coste de los préstamos bancarios, tanto a corto como a largo plazo, permaneció relativamente estable en el mismo período.