

Evolución económica y monetaria

Rasgos básicos

Sobre la base de una evaluación detallada de las perspectivas económicas y de inflación, el Consejo de Gobierno adoptó varias decisiones de política monetaria en su reunión de política monetaria del 7 de marzo. El debilitamiento de los datos económicos apunta a una moderación considerable del ritmo de expansión económica que continuará durante este año, si bien hay señales de que algunos de los factores idiosincrásicos internos que frenan el crecimiento están comenzando a desaparecer. La persistencia de incertidumbres relacionadas con factores geopolíticos, con la amenaza del proteccionismo y con las vulnerabilidades en los mercados emergentes parece estar dejando huella en el clima económico. Por otra parte, la inflación subyacente sigue siendo moderada. El menor dinamismo de la economía está ralentizando el ajuste de la inflación hacia el objetivo del Consejo de Gobierno. Al mismo tiempo, las condiciones de financiación favorables, la evolución positiva de los mercados de trabajo y el mayor crecimiento de los salarios continúan sustentando la expansión de la zona del euro y el aumento gradual de las presiones inflacionistas. En este contexto, el Consejo de Gobierno decidió ajustar sus indicaciones sobre la evolución futura de los tipos de interés oficiales del BCE para indicar que espera que «se mantengan en los niveles actuales al menos hasta el final de 2019 y, en todo caso, durante el tiempo necesario para asegurar la continuación de la convergencia sostenida de la inflación hacia niveles inferiores, aunque próximos, al 2 % a medio plazo», así como reiterar sus indicaciones prospectivas sobre reinversiones. Además, el Consejo de Gobierno decidió poner en marcha una nueva serie de operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO-III, por sus siglas en inglés) y seguir ejecutando todas las operaciones de crédito mediante procedimientos de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena al menos hasta el final del período de mantenimiento de reservas que comenzará en marzo de 2021. Estas decisiones se adoptaron con el objetivo de asegurar la continuación de la convergencia sostenida de la inflación hacia niveles inferiores, aunque próximos, al 2 % a medio plazo.

Análisis económico y monetario en el momento de la reunión del Consejo de Gobierno del 7 de marzo de 2019

El dinamismo del crecimiento global continuó moderándose a finales de 2018 y, a tenor de las proyecciones, se desacelerará en 2019 pero se estabilizará a medio plazo. La ralentización ha sido más pronunciada en el sector manufacturero, lo que ha provocado una acusada desaceleración del comercio mundial. El aumento de las incertidumbres globales relacionadas con los conflictos comerciales, las tensiones financieras observadas en las economías emergentes el pasado verano y las señales de un menor avance en China han contribuido a la desaceleración del crecimiento y del comercio mundiales. Aunque se espera que estos factores

negativos continúen afectando a la economía global este año, también se prevé que las recientes medidas de política económica la sostengan en cierta medida. Las proyecciones apuntan a que el comercio global se debilitará más significativamente este año y crecerá en línea con la actividad a medio plazo. Se prevé que las presiones inflacionistas a escala mundial se mantengan contenidas, al tiempo que se han ido acumulando los riesgos a la baja para la actividad global.

Los tipos de interés libres de riesgo a largo plazo han disminuido desde la reunión del Consejo de Gobierno de diciembre de 2018, en un contexto de deterioro de las perspectivas macroeconómicas y de percepción de ralentización del ritmo de endurecimiento monetario en Estados Unidos. Los precios de los activos de riesgo de la zona del euro, como los de los valores de renta variable y de renta fija privada, se han recuperado en un entorno de mejora en la percepción de los riesgos, impulsada, en parte, por un mayor optimismo en relación con las negociaciones comerciales a escala global. En los mercados de divisas, el tipo de cambio efectivo del euro se ha debilitado en términos generales.

En el cuarto trimestre de 2018, el crecimiento del PIB real de la zona del euro se mantuvo contenido y se situó en el 0,2 % en tasa intertrimestral. La información más reciente sugiere que el crecimiento seguirá avanzando a tasas moderadas en el corto plazo. Los datos publicados han seguido mostrando una evolución débil, en particular en el sector manufacturero, como consecuencia de la desaceleración de la demanda externa, agravada por varios factores relacionados con países y con sectores específicos. Estos factores están teniendo un impacto algo más prolongado de lo esperado, lo que sugiere que las perspectivas de crecimiento a corto plazo serán más débiles de lo previsto anteriormente. De cara al futuro, se espera que el efecto de estos factores adversos desaparezca. La expansión de la zona del euro seguirá sustentándose en las favorables condiciones de financiación, nuevas mejoras del empleo y de los salarios, y el sostenido, aunque algo más lento, crecimiento de la actividad mundial.

Esta valoración se refleja, en términos generales, en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de marzo de 2019, que prevén un crecimiento anual del PIB real de la zona del euro del 1,1 % en 2019, el 1,6 % en 2020 y el 1,5 % en 2021. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2018, las perspectivas de crecimiento del PIB real se han revisado a la baja, de forma significativa para 2019 y leve para 2020. Los riesgos para las perspectivas de crecimiento de la zona del euro siguen apuntando a la baja, debido a la persistencia de incertidumbres relacionadas con factores geopolíticos, la amenaza del proteccionismo y las vulnerabilidades en las economías emergentes.

Según la estimación de avance de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro aumentó hasta el 1,5 % en febrero de 2019, desde el 1,4 % registrado en enero. Teniendo en cuenta los precios actuales de los futuros sobre el petróleo, es probable que la inflación general se mantenga en torno a los niveles actuales antes de reducirse hacia finales de año. Aunque los indicadores de la inflación subyacente se han mantenido en general en niveles moderados, las presiones de los costes laborales se han intensificado y ampliado 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, por la continuación de la expansión económica y por el mayor crecimiento de los salarios.

Esta valoración se refleja también, en general, en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de marzo de 2019, que sitúan la inflación anual medida por el IAPC en el 1,2 % en 2019, el 1,5 % en 2020 y el 1,6 % en 2021. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2018, las perspectivas de inflación medida por el IAPC se han revisado a la baja para todo el horizonte de proyección, debido, en particular, a las perspectivas más moderadas de crecimiento a corto plazo. Se espera que la inflación anual medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, se sitúe en el 1,2 % en 2019, el 1,4 % en 2020 y el 1,6 % en 2021.

La expansión monetaria y el crecimiento del crédito se moderaron en enero de 2019, pero las condiciones de financiación y del crédito de los bancos continuaron siendo favorables. El crecimiento del agregado monetario amplio (M3) descendió hasta el 3,8 % en enero de 2019, desde el 4,1 % registrado en diciembre de 2018. El avance sigue estando respaldado por la creación de crédito bancario, pese a la reciente moderación del crecimiento del crédito. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a sociedades no financieras se redujo hasta el 3,3 % en enero de 2019, tras el 3,9 % registrado en diciembre de 2018 —debido a un efecto de comparación, pero también, en algunos países, a la habitual reacción retardada a la desaceleración de la actividad económica—, mientras que la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a hogares permaneció estable en el 3,2 %. Las condiciones de financiación de las empresas y de los hogares siguen siendo favorables, dado que las medidas de política monetaria puestas en marcha desde junio de 2014 continúan respaldando el acceso a la financiación, en particular de las pequeñas y medianas empresas. Las decisiones del Consejo de Gobierno, en particular la nueva serie de TLTRO, contribuirán a asegurar que las condiciones de financiación bancaria continúen siendo favorables en el futuro.

Se considera que la orientación general de la política fiscal de la zona del euro fue neutral, en líneas generales, en 2018, pero se prevé que sea ligeramente expansiva a partir de 2019. Esto se debe, principalmente, a la relajación de la orientación de dicha política en un entorno macroeconómico menos favorable.

Decisiones de política monetaria

Sobre la base de su análisis económico y monetario periódico, el Consejo de Gobierno adoptó las siguientes decisiones:

- En primer lugar, los tipos de interés oficiales del BCE se mantuvieron sin variación. El Consejo de Gobierno espera ahora que los tipos de interés oficiales del BCE permanezcan en los niveles actuales al menos hasta el final

de 2019 y, en todo caso, durante el tiempo necesario para asegurar la convergencia sostenida y continuada de la inflación hacia niveles inferiores, aunque próximos, al 2 % a medio plazo.

- En segundo lugar, el Consejo de Gobierno prevé seguir reinvertiendo íntegramente el principal de los valores adquiridos en el marco del programa de compra de activos (APP, por sus siglas en inglés) que vayan venciendo durante un período prolongado tras la fecha en la que 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.
- En tercer lugar, el Consejo de Gobierno decidió poner en marcha una nueva serie de operaciones trimestrales de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO-III, por sus siglas en inglés) a partir de septiembre de 2019 y hasta marzo de 2021, todas con vencimiento a dos años. Estas nuevas operaciones contribuirán a mantener unas favorables condiciones de financiación de las entidades de crédito y una transmisión fluida de la política monetaria. En el marco de las TLTRO-III, las entidades de contrapartida podrán obtener financiación por un importe de hasta el 30 % de sus préstamos computables a 28 de febrero de 2019 a un tipo indexado al tipo de interés aplicable a las operaciones principales de financiación durante la vida de cada operación. Al igual que el programa actual de TLTRO-II, las TLTRO-III ofrecerán incentivos para que las condiciones crediticias sigan siendo favorables. Se comunicarán más detalles sobre las condiciones precisas de las TLTRO-III más adelante.
- En cuarto lugar, el Consejo de Gobierno decidió ejecutar las operaciones de crédito del Eurosistema mediante procedimientos de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena durante el tiempo que sea necesario, y al menos hasta el final del período de mantenimiento de reservas que comenzará en marzo de 2021.

El Consejo de Gobierno adoptó estas decisiones con el objetivo de asegurar la continuación de la convergencia sostenida de la inflación hacia niveles inferiores, aunque próximos, al 2 % a medio plazo. Estas decisiones propiciarán un aumento adicional de las presiones inflacionistas internas y respaldarán la evolución de la inflación general a medio plazo. 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.

1 Entorno exterior

El dinamismo del crecimiento global continuó moderándose a finales de 2018 y las encuestas indican que se debilitó aún más a principios de 2019. La ralentización ha sido más pronunciada en el sector manufacturero, lo que ha provocado una acusada desaceleración del comercio mundial. El aumento de las incertidumbres globales relacionadas con el conflicto comercial entre Estados Unidos y China, las tensiones financieras observadas en las economías emergentes el pasado verano y, más recientemente, las señales de un menor avance en China ha contribuido a la desaceleración del crecimiento y del comercio mundiales. Aunque se espera que estos factores negativos continúen afectando a la economía global este año, también se prevé que las recientes medidas de política económica la sostengan en cierta medida. Por tanto, las proyecciones apuntan a que el crecimiento mundial disminuirá en 2019, pero se estabilizará a medio plazo, y a que el comercio global se debilitará más significativamente este año y crecerá en línea con la actividad a medio plazo. Se espera que las presiones inflacionistas globales se mantengan contenidas, al tiempo que se han ido acumulando riesgos a la baja para la actividad mundial.

Actividad económica y comercio mundiales

El dinamismo del crecimiento global continuó moderándose a finales de 2018.

En las economías avanzadas, la actividad económica se debilitó en el cuarto trimestre de 2018, con una disminución del crecimiento tanto en Estados Unidos como en el Reino Unido. Aunque el ritmo de avance se fortaleció en Japón en dicho trimestre, en el trimestre anterior se había registrado una contracción a causa de una serie de desastres naturales. En las economías emergentes, el crecimiento también se debilitó a finales de 2018, incluso en China.

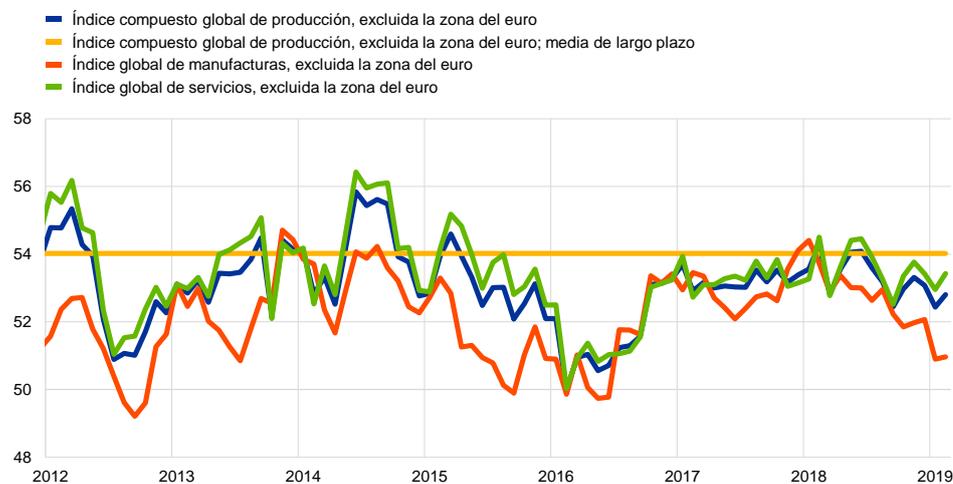
La evidencia procedente de encuestas de opinión sugiere que el crecimiento siguió debilitándose a principios de 2019.

El índice de directores de compras (PMI, por sus siglas en inglés) compuesto global de producción, excluida la zona del euro, ha continuado cayendo, debido principalmente al deterioro de la actividad del sector manufacturero a escala mundial. La actividad de los servicios también se ha moderado recientemente, aunque el retroceso ha sido menor y partiendo de un nivel más elevado (véase gráfico 1). La actividad global de las manufacturas se ha ralentizado en un entorno de maduración de los ciclos económicos en las principales economías avanzadas. Al mismo tiempo, el ritmo de esta desaceleración se ha acentuado, dado que el aumento de las incertidumbres —como el prolongado conflicto comercial entre Estados Unidos y China, las tensiones financieras observadas en las economías emergentes el pasado verano y, más recientemente, las señales de un menor crecimiento en China— está lastrando la economía mundial. El menor ritmo de actividad de las manufacturas a escala global también está pesando sobre el comercio mundial.

Gráfico 1

PMI compuesto global de producción

(Índices de difusión)



Fuentes: Markit y cálculos del BCE.

Notas: Las últimas observaciones corresponden a febrero de 2019. La «media de largo plazo» se refiere al período comprendido entre enero de 1999 y enero de 2019.

En general, las condiciones financieras siguen siendo acomodaticias en las economías avanzadas, mientras que, en los mercados emergentes, el panorama continúa siendo heterogéneo. Las expectativas de los mercados sobre nuevos aumentos de los tipos de interés en Estados Unidos se han moderado, en un entorno en el que los rendimientos de los bonos del Tesoro volvieron a descender, lo que refleja, en parte, la evolución de las primas por plazo. En China, las condiciones financieras también se han relajado, dado que las autoridades han adoptado una política monetaria más laxa en respuesta a las señales de debilitamiento de la actividad. Las cotizaciones mundiales han repuntado desde principios de año, tras la acusada caída que se observó a finales de 2018 en un contexto de nueva preocupación por la economía mundial. Sin embargo, la tolerancia al riesgo a escala global no se ha recuperado totalmente y la volatilidad de los mercados financieros continúa siendo elevada. En algunas de las economías emergentes que se vieron más afectadas por las turbulencias registradas en los mercados financieros el pasado verano —entre ellas, Argentina y Turquía—, las condiciones financieras siguen siendo relativamente restrictivas y siguen lastrando la actividad.

Se espera que el crecimiento mundial se modere este año, en un contexto de incremento de los factores negativos. Entre estos se incluyen el debilitamiento de la actividad manufacturera y del comercio a escala global, en un entorno en el que la incertidumbre política y acerca de las políticas económicas es elevada y cada vez mayor. En Estados Unidos, el considerable estímulo fiscal procedente de las medidas procíclicas, que incluyen rebajas de impuestos y aumentos del gasto, sigue contribuyendo a impulsar el crecimiento en dicho país y a escala mundial, pero se espera que el cierre parcial de la Administración federal, que concluyó a finales de enero, lastre la expansión en el primer trimestre de 2019. En China, la demanda

interna se debilitaría en la primera mitad del año, pues es probable que el impacto de las políticas aplicadas recientemente se deje sentir con cierto retraso.

Considerando un horizonte más largo, está previsto que el crecimiento mundial se estabilice a medio plazo. Tres fuerzas fundamentales darán forma a la economía mundial en el horizonte de proyección. En primer lugar, se espera que el impulso cíclico se desacelere en importantes economías avanzadas a medida que las limitaciones de capacidad vayan siendo cada vez más restrictivas y que el apoyo de las políticas vaya disminuyendo de forma progresiva, en un contexto de brechas de producción positivas y de tasas de desempleo reducidas. En segundo lugar, se prevé que China prosiga su transición ordenada a una senda de crecimiento más débil menos dependiente de la inversión y las exportaciones. Y, por último, las previsiones apuntan a que el crecimiento se recuperará en varias economías emergentes importantes que están inmersas actualmente, o lo han estado recientemente, en profundas recesiones. En definitiva, se espera que el ritmo de expansión mundial se estabilice en tasas inferiores a las observadas antes de la crisis financiera de 2007-2008.

Por lo que respecta a la evolución en los distintos países, en Estados Unidos la actividad continuó siendo relativamente sólida. La fortaleza del mercado de trabajo de este país, las favorables condiciones financieras y el estímulo fiscal siguen sustentando el crecimiento y neutralizando los efectos adversos del conflicto comercial con China. Se espera que el impacto negativo del cierre parcial de la Administración federal sea temporal. La inflación interanual medida por los precios de consumo retrocedió al 1,6 % en enero, desde el 1,9 % registrado el mes anterior, en gran medida debido a la caída de los precios de la energía, mientras que, excluyendo la energía y los alimentos, este índice se mantuvo sin variación en el 2,2 %.

En Japón, la recuperación de la demanda interna respaldó el crecimiento a finales de 2018. Esta recuperación se produjo tras una acusada contracción experimentada en el tercer trimestre a causa de una serie de desastres naturales. De cara al futuro, se espera que la orientación acomodaticia de la política monetaria de este país, su sólido mercado de trabajo y su fuerte demanda de inversión (pese al debilitamiento del entorno exterior) sustenten el crecimiento. Además, se proyecta que las medidas fiscales suavicen el impacto negativo de la subida del impuesto sobre el consumo prevista para octubre de este año. El hecho de que el crecimiento de los salarios siga siendo moderado (pese al gran tensionamiento del mercado de trabajo) y de que las expectativas de inflación se sitúen en niveles reducidos sugiere que la inflación permanecerá por debajo del objetivo del 2 % a medio plazo fijado por el Banco de Japón.

En el Reino Unido, el aumento de la incertidumbre política sigue lastrando el crecimiento. Incluso las perspectivas a corto plazo están sujetas a una incertidumbre considerable, debido a la próxima votación en el Parlamento sobre el acuerdo de retirada de la UE. A medio plazo, se espera que el crecimiento se mantenga por debajo de la trayectoria registrada antes del referéndum.

En los países de Europa Central y Oriental se prevé que el crecimiento se modere ligeramente este año. El crecimiento de la inversión continúa siendo

vigoroso, respaldado por los fondos de la UE, y el gasto en consumo también mantiene su fortaleza, apoyado en la sólida evolución de los mercados de trabajo. Sin embargo, la desaceleración de la zona del euro está afectando a las perspectivas de crecimiento de esta región. A medio plazo, se espera que los niveles de crecimiento de estos países retrocedan hacia su potencial.

El crecimiento de la actividad en China ha perdido parte de su impulso en los últimos meses. Además, los indicadores mensuales sugieren que es probable que esta tendencia haya continuado a principios de 2019. Para proteger la economía de una ralentización más acusada, las autoridades chinas han anunciado una serie de medidas fiscales y de política monetaria que se espera que se traduzcan en una desaceleración suave de la actividad este año. A más largo plazo, se prevé que los avances en la aplicación de reformas estructurales propiciarán una transición ordenada a una senda de crecimiento más moderada menos dependiente de la inversión y las exportaciones.

En los grandes países exportadores de materias primas se prevé un fortalecimiento gradual de la actividad económica. Las perspectivas de crecimiento en Rusia dependen de la evolución de los mercados de petróleo mundiales, y está previsto que las anteriores caídas de los precios del crudo lastren la actividad este año. A más largo plazo, se espera que la actividad económica de este país se fortalezca gradualmente, en un contexto de restricciones impuestas por las sanciones internacionales y de incertidumbre acerca de la aplicación de reformas estructurales y de los compromisos de gasto anunciados el pasado año. Asimismo, se proyecta que el crecimiento en Brasil cobre fuerza, sustentado por las favorables condiciones financieras y por la menor incertidumbre política.

En Turquía, la actividad económica se contrajo de forma significativa en el tercer trimestre de 2018, como consecuencia de los efectos de las turbulencias financieras del pasado verano, de la elevada inflación y de la orientación procíclica de las políticas monetaria y fiscal. Tras el fuerte ajuste registrado a finales de 2018, se espera que el crecimiento se reactive a finales de este año y vaya aumentando gradualmente a partir de ese momento.

El crecimiento del comercio mundial se moderó el pasado año en un entorno de considerable volatilidad, con un fuerte avance en la primera mitad de 2018, al que siguió una desaceleración relativamente acusada. Esta ralentización refleja el debilitamiento de la actividad de las manufacturas a escala mundial, el aumento de las tensiones comerciales y, más recientemente, un deterioro significativo del comercio en Asia —especialmente en China—. Según datos del CPB, el volumen de importaciones mundiales de mercancías cayó un 1,2 % en diciembre, en términos intertrimestrales, lo que señala una pérdida adicional de dinamismo del comercio global en el cuarto trimestre de 2018 (véase gráfico 2). Además, los nuevos datos indican que el crecimiento del comercio mundial ha continuado siendo débil en el primer trimestre de 2019.

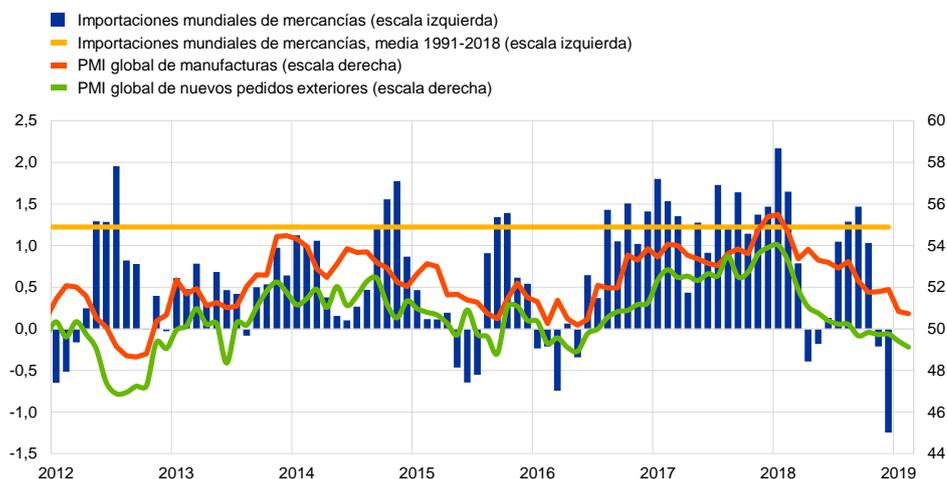
La tregua temporal acordada entre Estados Unidos y China en diciembre de 2018 ha detenido una nueva escalada de las tensiones comerciales. Pese a que originalmente se preveía que los aranceles a las exportaciones chinas a Estados

Unidos por valor de 200 mm de dólares subieran del 10 % al 25 % a partir del 1 de enero de 2019, esta subida se suspendió como consecuencia de la tregua acordada. Aunque la tregua envió señales positivas, la incertidumbre sobre si las negociaciones comerciales en curso se traducirán en una desescalada significativa de las tensiones continúa siendo considerable. Entre tanto, el presidente Trump ha anunciado hace poco una prolongación de la tregua, aludiendo a los avances conseguidos en dichas negociaciones, lo que implica que el aumento de los aranceles permanece en suspenso. Actualmente, se espera que Estados Unidos y China formalicen un acuerdo comercial a finales de marzo. Sin embargo, los riesgos subsisten, dado que las tensiones comerciales podrían volver a intensificarse y la Administración estadounidense podría imponer nuevos aranceles a las importaciones procedentes de otros países.

Gráfico 2

Encuestas y comercio mundial de bienes

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



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

Nota: Las últimas observaciones corresponden a febrero de 2019 (PMI) y a diciembre de 2018 (importaciones mundiales de mercancías).

Tras mostrar un sólido comportamiento el año pasado, se prevé que el crecimiento económico mundial se debilite en 2019, antes de estabilizarse a medio plazo. Según las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de marzo de 2019, el crecimiento mundial del PIB real, excluida la zona del euro, caerá al 3,5 % este año, desde el 3,7 % registrado en 2018. Esta evolución refleja el aumento de los factores negativos que afectan al crecimiento global, como el debilitamiento de la actividad de las manufacturas a escala mundial en un entorno en el que la incertidumbre política y acerca de las políticas económicas es elevada y cada vez mayor. Posteriormente, en el período 2020-2021, la expansión se estabilizaría en torno al 3,6 %, debido al menor ritmo de actividad en importantes economías avanzadas, a la transición de China a una senda de crecimiento más débil y a la esperada recuperación del crecimiento en varias economías emergentes importantes. Dado que los factores negativos que afectan a la expansión global están lastrando significativamente el comercio mundial, está previsto que el ritmo de avance de la demanda externa de la zona del euro disminuya considerablemente

este año y caiga hasta el 2,2 %, desde el 4 % de 2018. A medio plazo, dicha demanda crecería en línea con la actividad, al disiparse gradualmente el impacto de la mayor incertidumbre política y sobre las políticas económicas. En comparación con las proyecciones macroeconómicas del Eurosistema de diciembre de 2018, el crecimiento del PIB mundial se ha revisado ligeramente a la baja para este año. El avance de la demanda externa de la zona del euro también se ha revisado a la baja, de manera significativa para este año y leve para el próximo. Estas revisiones reflejan la publicación de datos peores de lo esperado a finales de 2018, junto con la previsión de retroceso de la demanda de importaciones en China y en el resto de los países emergentes de Asia, así como en las economías europeas que no pertenecen a la zona del euro.

Se han acumulado riesgos a la baja para la actividad económica mundial. Pese a la tregua temporal entre Estados Unidos y China, los riesgos de cola derivados de la intensificación de las tensiones comerciales a escala global siguen siendo elevados. Una ralentización más acusada de la economía china podría ser más difícil de afrontar aplicando políticas de estímulo, lo que también planteará retos en el contexto del actual proceso de reequilibrio del país. Entretanto, un escenario de Brexit «sin acuerdo» podría tener efectos de contagio muy negativos, especialmente en Europa, y las elevadas incertidumbres geopolíticas podrían lastrar el crecimiento mundial. Por último, algunas economías emergentes continúan siendo vulnerables a la reversión de los flujos de capitales, aunque el riesgo de que el número de economías emergentes que sufran tensiones agudas sea significativo se ha reducido recientemente.

Evolución mundial de los precios

Los precios del petróleo han mantenido una elevada volatilidad. En el último trimestre de 2018, los precios del crudo disminuyeron en un contexto en el que Arabia Saudí y Rusia aseguraron que compensarían el efecto sobre el suministro de petróleo de las sanciones de Estados Unidos a Irán. Esta presión a la baja se intensificó posteriormente, cuando el Gobierno de Estados Unidos concedió exenciones temporales a los principales países importadores de petróleo iraní y la producción estadounidense de crudo se situó en niveles altos en un entorno de nueva preocupación por la economía mundial. Después, los precios del petróleo se recuperaron ligeramente a principios de año con la entrada en vigor del acuerdo de la OPEP+ para recortar la producción, y los niveles de cumplimiento por parte de los distintos países miembros fueron inesperadamente elevados. De cara al futuro, se espera que los precios del crudo se mantengan generalmente estables en esta senda más baja a lo largo del horizonte de proyección. En consecuencia, los supuestos relativos a los precios del petróleo en los que se basan las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de marzo de 2019 fueron alrededor de un 8,6 % más bajos para este año (y un 8,2 % y un 8 % inferiores para 2020 y 2021, respectivamente), en comparación con los supuestos utilizados en las proyecciones macroeconómicas del Eurosistema de diciembre de 2018. Sin embargo, desde la fecha límite de recepción de los datos para las proyecciones de marzo, el precio del

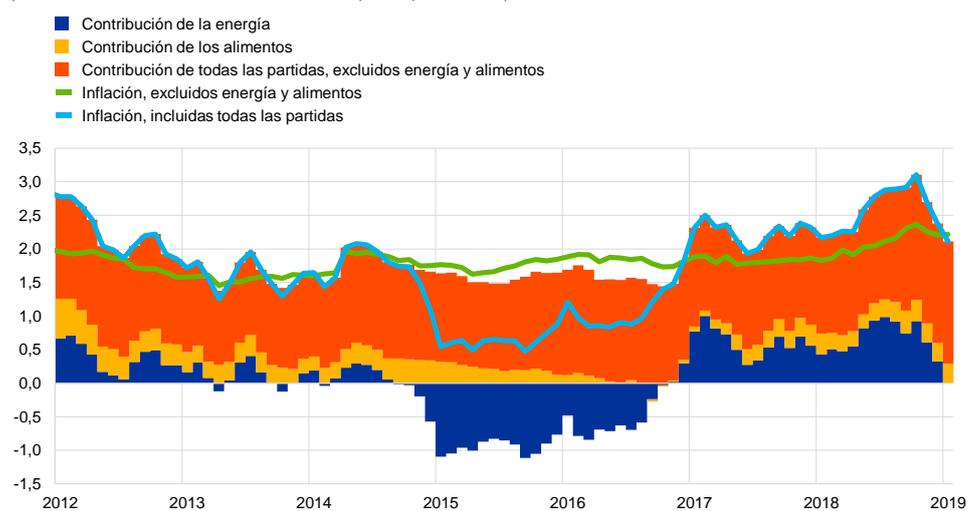
petróleo ha vuelto a aumentar, situándose levemente por encima de los 65 dólares estadounidenses por barril el 6 de marzo.

Las presiones inflacionistas globales se mantienen contenidas. En los países de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), la inflación interanual medida por los precios de consumo se situó en una media del 2,4 % en diciembre de 2018, frente al 2,7 % del mes anterior, debido a la menor contribución del componente energético (véase gráfico 3). La inflación subyacente (excluidos la energía y los alimentos) también disminuyó ligeramente con respecto al mes previo y se situó en el 2,2 %. Las tensiones observadas en los mercados de trabajo de las principales economías avanzadas se han traducido, por ahora, en subidas moderadas de los salarios, y el ritmo de la inflación subyacente se mantiene contenido. Se espera que las anteriores caídas de los precios del petróleo sigan afectando a la inflación general en el futuro.

Gráfico 3

Inflación medida por los precios de consumo en la OCDE

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: OCDE y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a enero de 2019.

De cara al futuro, se espera que las presiones inflacionistas globales se mantengan contenidas.

Está previsto que el avance de los precios de exportación de los países competidores de la zona del euro se debilite de forma acusada este año y permanezca estable a medio plazo. Esta evolución refleja una menor contribución positiva de los precios del petróleo, que, según las proyecciones, pasará a ser negativa a corto plazo y, por tanto, compensará las presiones al alza sobre la inflación subyacente procedentes de la disminución de la capacidad ociosa a escala mundial.

2 Evolución financiera

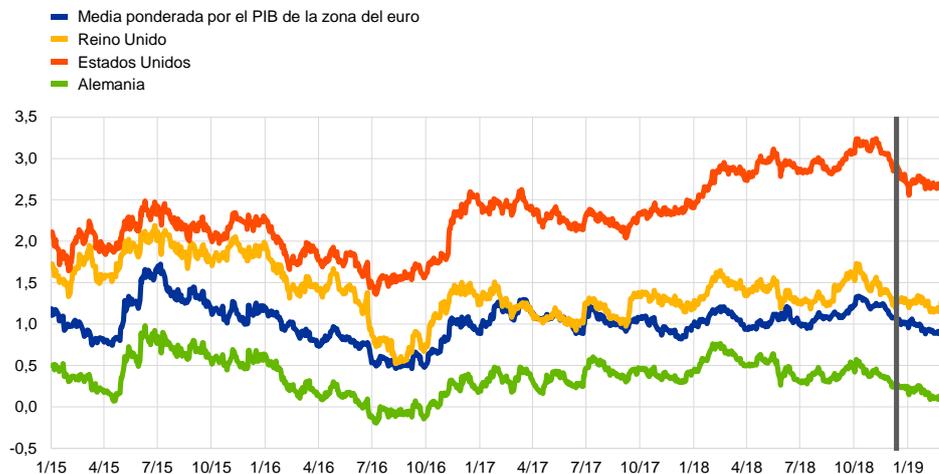
Los tipos de interés libres de riesgo a largo plazo han disminuido a escala mundial desde la reunión del Consejo de Gobierno de diciembre de 2018, en un contexto de deterioro de las perspectivas macroeconómicas y de percepción de ralentización del ritmo de endurecimiento monetario en Estados Unidos. Los precios de los activos de riesgo de la zona del euro, como los de los valores de renta variable y de renta fija privada, se han recuperado en un entorno de mejora en la percepción de los riesgos, impulsada, en parte, por una mayor sensación de optimismo en relación con las negociaciones comerciales a escala global. 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 diciembre de 2018 al 6 de marzo de 2019), el tipo *swap* del eonia (OIS, por sus siglas en inglés) libre de riesgo a diez años de la zona del euro cayó 23 puntos básicos y se situó en el 0,48 %, y el rendimiento de la deuda soberana a diez años de la zona del euro ponderado por el PIB se redujo en 23 puntos básicos, hasta el 0,84 % (véase gráfico 4). En Estados Unidos, el rendimiento de la deuda soberana a diez años descendió 22 puntos básicos durante el período considerado y se situó en el 2,71 %, mientras que en el Reino Unido se redujo en 8 puntos básicos, hasta el 1,22 %. A escala global, los rendimientos de la deuda a largo plazo disminuyeron a raíz de las comunicaciones de la Reserva Federal, que fueron interpretadas por los mercados como una señal de que prevé ralentizar el ritmo de endurecimiento de la política monetaria. Además de posibles efectos de contagio de Estados Unidos, los rendimientos de la deuda de la zona del euro también reflejaron el deterioro de las perspectivas macroeconómicas después de la publicación de datos macroeconómicos peores de lo esperado, así como de la revisión de las perspectivas de política monetaria para la zona del euro, como indicaban los tramos más cortos de la curva de rendimientos.

Gráfico 4

Rendimientos de la deuda soberana a diez años

(porcentajes; datos diarios)



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

Notas: La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (13 de diciembre de 2018). Las últimas observaciones corresponden al 6 de marzo de 2019.

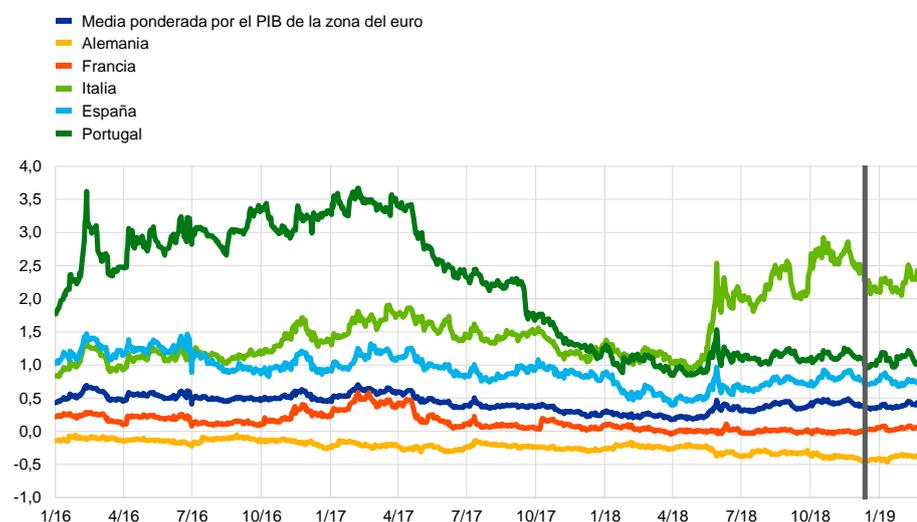
Los diferenciales de la deuda soberana de la zona del euro con respecto al tipo swap del eonia libre de riesgo apenas variaron durante el período analizado.

Las condiciones en los mercados de deuda soberana se mantuvieron mayormente estables durante dicho período, a excepción del mercado italiano, en el que el diferencial a diez años siguió siendo volátil (aunque al final del período de referencia había recuperado 2,11 puntos porcentuales; véase gráfico 5). En consecuencia, el diferencial entre la media ponderada por el PIB de los rendimientos de la deuda soberana a diez años de la zona del euro y el tipo swap del eonia a diez años permaneció estable durante el período de referencia, situándose en 0,36 puntos porcentuales el 6 de marzo.

Gráfico 5

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

(puntos porcentuales por año)



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 a diez años. La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (13 de diciembre de 2018). Las últimas observaciones corresponden al 6 de marzo de 2019.

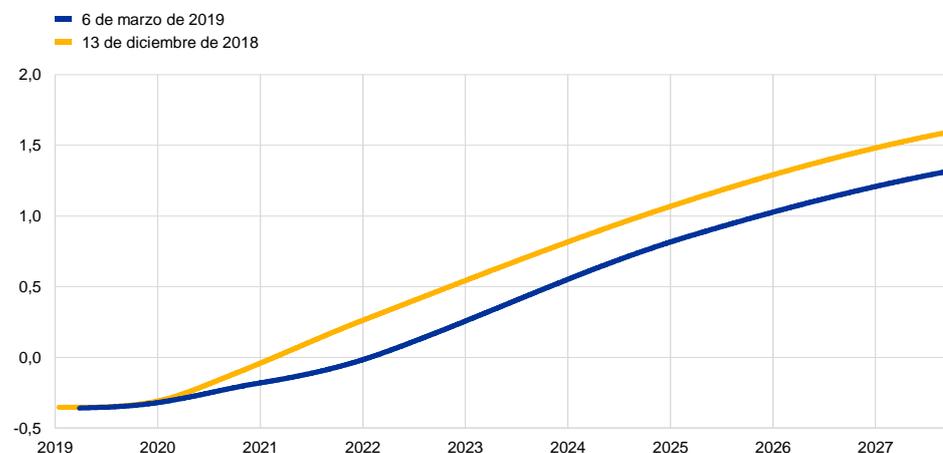
El índice medio del tipo de interés del euro a un día (eonia) se situó, en promedio, en $-0,37\%$ durante el período considerado. El exceso de liquidez se mantuvo prácticamente sin variación en unos 1.890 mm de euros. Para más información sobre la evolución de la situación de liquidez, véase el recuadro 2.

La curva de tipos *forward* del eonia se desplazó ligeramente a la baja durante el período analizado. Actualmente, la curva se sitúa por debajo de cero en todos los horizontes anteriores a 2022, lo que refleja las expectativas de los mercados de que los tipos de interés se mantendrán en niveles negativos durante un período prolongado (véase gráfico 6).

Gráfico 6

Tipos *forward* del eonia

(porcentajes)



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

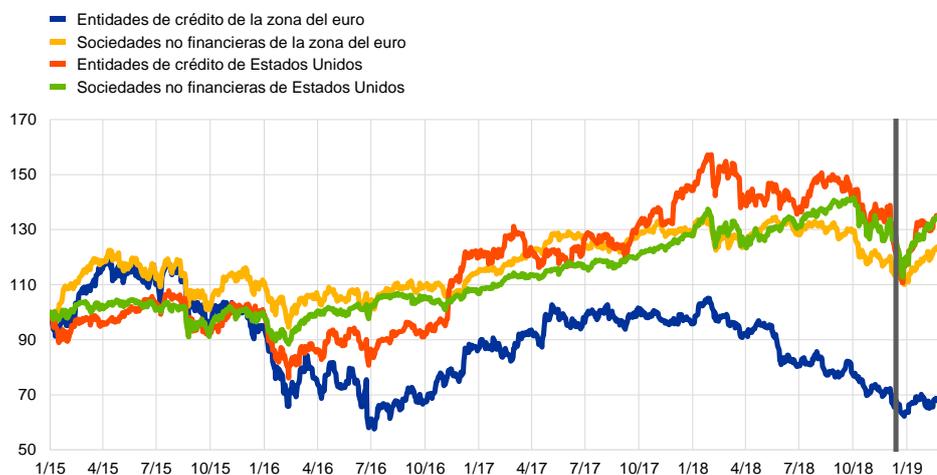
Los índices bursátiles amplios de la zona del euro se incrementaron durante el período de referencia, en un entorno de mejora general en la percepción de los riesgos. Las cotizaciones del sector bancario y de las sociedades no financieras de la zona del euro aumentaron aproximadamente un 7 % durante ese período

(observándose aumentos similares en Estados Unidos), lo que revirtió una proporción importante de las caídas que se produjeron en el cuarto trimestre de 2018 (véase gráfico 7). La recuperación de las cotizaciones reflejó una mayor sensación de optimismo en relación con las perspectivas del comercio mundial y se vio reforzada por las comunicaciones de la Reserva Federal, que fueron interpretadas por los mercados como una señal de que prevé ralentizar el ritmo de endurecimiento de la política monetaria. Al mismo tiempo, las expectativas de beneficios empresariales, tanto a corto como a largo plazo, se revisaron a la baja durante el período considerado, lo que refleja la percepción de deterioro de las perspectivas macroeconómicas de la zona del euro.

Gráfico 7

Índices bursátiles de la zona del euro y de Estados Unidos

(Índice: 1 de enero de 2015 = 100)



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

Notas: La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (13 de diciembre de 2018). Las últimas observaciones corresponden al 6 de marzo de 2019.

Los diferenciales de rendimiento de los valores de renta fija privada de la zona del euro descendieron durante el período analizado, lo que en gran medida reflejó la mejora en la percepción de los riesgos. Desde diciembre, el diferencial entre el rendimiento de los valores de renta fija con calificación de grado de inversión de las sociedades no financieras y el tipo libre de riesgo ha disminuido unos 14 puntos básicos, situándose en 78 puntos básicos (véase gráfico 8). Los rendimientos de la deuda del sector financiero también han experimentado un descenso, con una caída del diferencial de alrededor de 18 puntos básicos. Pese a estos retrocesos recientes, ambos diferenciales se mantienen por encima de los niveles observados hace un año.

Gráfico 8

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

(puntos básicos)



Fuentes: Índices iBoxx y cálculos del BCE.

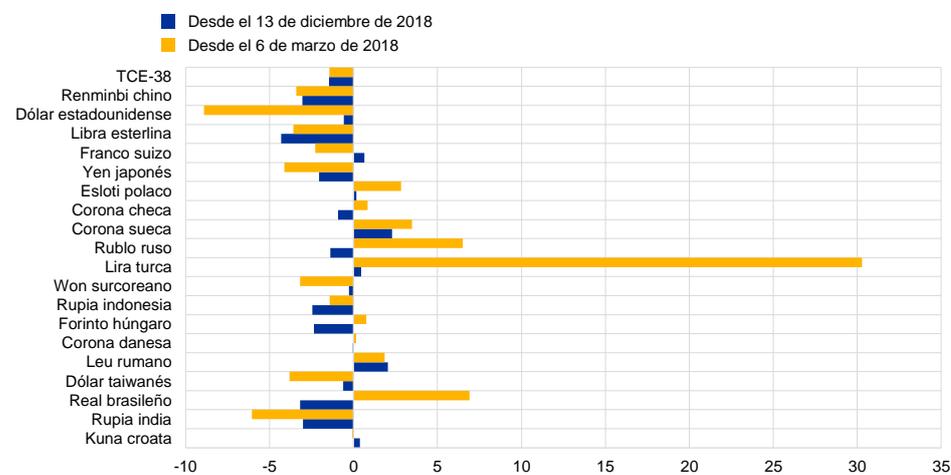
Notas: La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (13 de diciembre de 2018). Las últimas observaciones corresponden al 6 de marzo de 2019.

En los mercados de divisas, el tipo de cambio efectivo del euro se depreció, en términos generales, durante el período analizado (véase gráfico 9). 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 1,2 % durante ese período. En términos bilaterales, el euro se debilitó frente a la mayoría de las monedas. En particular, la moneda única se depreció ligeramente frente al dólar estadounidense (0,6 %), y perdió valor frente a gran parte de las otras monedas importantes, como la libra esterlina (4,3 %), el yen japonés (2,1 %) y el renminbi chino (3,1 %). Asimismo, el euro se depreció frente a las monedas de la mayor parte de las economías emergentes, mientras que se apreció frente a las de la mayoría de los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro.

Gráfico 9

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

(tasas de variación)



Fuente: BCE.

Notas: «TCE-38» se refiere al tipo de cambio efectivo nominal del euro frente a las monedas de 38 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro. Todas las variaciones se han calculado utilizando el tipo de cambio vigente el 6 de marzo de 2019.

3 Actividad económica

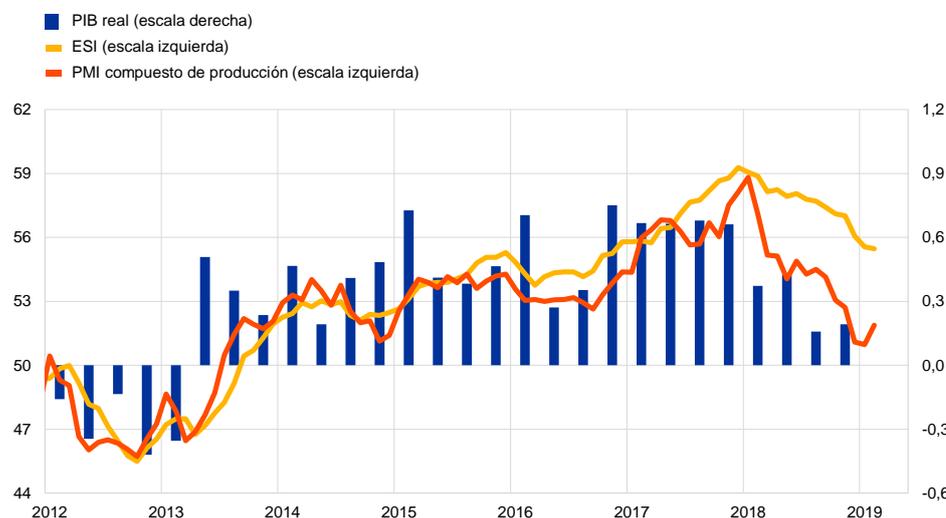
En el cuarto trimestre de 2018, el crecimiento del PIB real de la zona del euro se mantuvo contenido y se situó en el 0,2 %, en tasa intertrimestral, debido a la contracción del sector industrial. La información más reciente sugiere que el crecimiento seguirá avanzando a tasas moderadas en el corto plazo. De cara al futuro, se espera que la expansión de la zona del euro continúe, respaldada por unas condiciones de financiación favorables, por nuevas mejoras del empleo y de los salarios, y por el sostenido, aunque algo más lento, crecimiento de la actividad mundial. Las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de marzo de 2019 prevén un crecimiento anual del PIB real del 1,1 % en 2019, el 1,6 % en 2020 y el 1,5 % en 2021. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2018, las perspectivas de crecimiento del PIB real se han revisado a la baja, de forma significativa para 2019 y leve para 2020.

La zona del euro continuó creciendo a un ritmo lento en el cuarto trimestre de 2018. Aunque el crecimiento fue débil, debido principalmente a la contracción del sector industrial, en general mantuvo su capacidad de resistencia. El PIB real experimentó un avance intertrimestral del 0,2 % en el cuarto trimestre del año, ligeramente superior al observado en el trimestre anterior (véase gráfico 10). La moderación del crecimiento en el cuarto trimestre fue consecuencia de una acusada contracción del sector industrial, al tiempo que los servicios siguieron mostrando una evolución más vigorosa. La demanda interna y la demanda exterior neta contribuyeron positivamente al crecimiento y se incrementaron un 0,4 % y un 0,2 %, respectivamente, mientras que la variación de existencias tuvo un efecto moderador y su aportación se redujo un 0,4 %. En conjunto, el avance del producto en el cuarto trimestre se tradujo en un aumento anual del PIB del 1,8 % en 2018, frente al 2,4 % registrado el año anterior.

Gráfico 10

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

(tasas de crecimiento intertrimestral; índice de difusión)



Fuentes: Markit, Comisión Europea y Eurostat.

Notas: El indicador de sentimiento económico (ESI, por sus siglas en inglés) se normaliza y reescala para presentar la misma media y desviación típica que el índice de directores de compras (PMI). Las últimas observaciones corresponden al cuarto trimestre de 2018 para el PIB real y a febrero de 2019 para el ESI y el PMI.

El empleo siguió aumentando —un 0,3 % en tasa intertrimestral— en el cuarto trimestre de 2018 (véase gráfico 11).

En la mayoría de los países de la zona del euro se observó un incremento del empleo, que fue generalizado en los distintos sectores. En la actualidad, el nivel de empleo se sitúa casi un 3 % por encima del máximo alcanzado antes de la crisis, en el primer trimestre de 2008. Si se tiene en cuenta el último incremento, el empleo en la zona del euro ha aumentado, en términos acumulados, en más de 10 millones de personas con respecto al mínimo registrado en el segundo trimestre de 2013. El avance continuado del empleo, junto con el menor crecimiento del PIB en 2018, se ha traducido en una moderación del crecimiento de la productividad, tras el ligero repunte observado en 2017. Empíricamente, los ajustes del empleo suelen ir a la zaga de las caídas del producto. Esto se debe, entre otras razones, a que los contratos de trabajo a largo plazo no pueden ajustarse de forma inmediata cuando las empresas afrontan una desaceleración de la demanda.

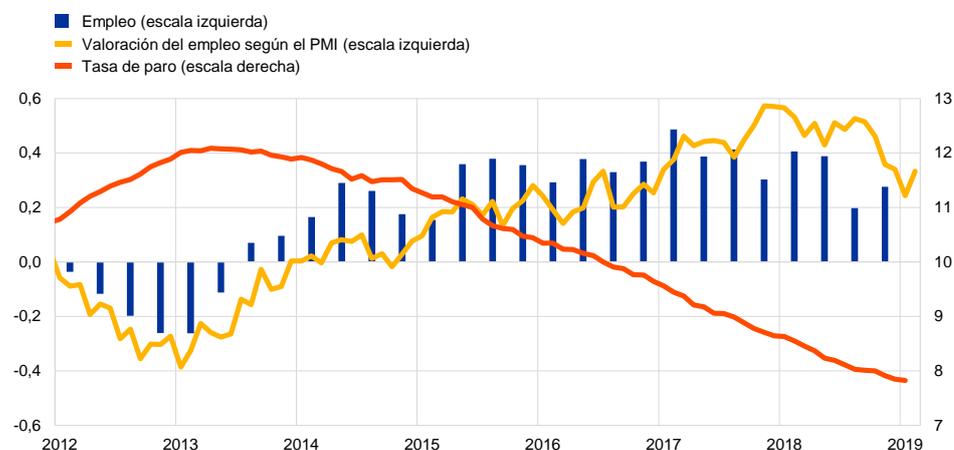
Los indicadores coyunturales del mercado de trabajo publicados recientemente siguen señalando un crecimiento positivo, aunque cada vez

más moderado, del empleo en el primer trimestre de 2019. La tasa de paro de la zona del euro se situó en el 7,8 % en enero de 2019, sin variación con respecto a diciembre de 2018, y se mantiene en el nivel más bajo observado desde octubre de 2008. Los indicadores de opinión apuntan a una nueva ralentización del avance del empleo en el primer trimestre de 2019.

Gráfico 11

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

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



Fuentes: Eurostat, Markit y cálculos del BCE.

Notas: El índice de directores de compras (PMI) está expresado como una desviación de 50 dividida entre 10. Las últimas observaciones corresponden al cuarto trimestre de 2018 para el empleo, a febrero de 2019 para el PMI y a enero de 2019 para la tasa de paro.

El crecimiento del consumo privado aumentó en el cuarto trimestre de 2018, y se espera que vuelva a cobrar impulso en los próximos trimestres, a medida que vayan desapareciendo los efectos moderadores de carácter transitorio, en un entorno de fortalecimiento continuado de las rentas del trabajo de los hogares.

En el cuarto trimestre de 2018, el consumo privado aumentó un 0,2 %, en tasa intertrimestral, tras registrar un crecimiento algo más débil en el tercer trimestre. La debilidad del gasto de los hogares reflejó, en parte, la existencia de cuellos de botella temporales en el sector de la automoción, que afectó al consumo de bienes duraderos, y el efecto negativo de las subidas de los precios de la energía sobre el poder adquisitivo de los hogares. Entre el cuarto trimestre de 2017 y el tercer trimestre de 2018, el precio del crudo (en euros) se incrementó e incidió negativamente en el crecimiento del consumo, en particular, en el de bienes no duraderos, es decir, los alimentos y la energía. Posteriormente, el precio del petróleo experimentó una fuerte caída (antes de recuperarse ligeramente en los dos últimos meses), lo que debería favorecer el consumo de bienes no duraderos a corto plazo. Además, el crecimiento del empleo se fortaleció en el cuarto trimestre de 2018, en un entorno de fuertes subidas salariales. Esto implica un incremento sostenido de la renta real disponible de los hogares y respalda la confianza de los consumidores y el gasto. Asimismo, el patrimonio neto de los hogares aumentó a un ritmo acusado en el tercer trimestre de 2018, al tiempo que las condiciones de financiación continúan siendo muy favorables.

Los indicadores más recientes también sugieren un cierto fortalecimiento del dinamismo del consumo privado a lo largo de este año.

Los datos recientes sobre las ventas del comercio minorista y las matriculaciones de automóviles indican un crecimiento moderado —pero sostenido— del gasto en consumo. El volumen de ventas del comercio minorista se incrementó un 1,4 % en enero de 2019, tras experimentar una caída en el trimestre anterior. Por lo tanto, las ventas se situaron un 1,5 % por encima del nivel medio del cuarto trimestre de 2018. El indicador de

matriculaciones de automóviles registró su cuarta subida consecutiva en enero de 2019, elevándose un 4,8 % en términos intermensuales. Esta evolución confirma expectativas anteriores de normalización de las matriculaciones, tras la volatilidad provocada por la introducción, el 1 de septiembre de 2018, del nuevo procedimiento de ensayo de vehículos ligeros armonizado a nivel mundial (WLTP, por sus siglas en inglés). Además, la confianza de los consumidores aumentó por segundo mes consecutivo en febrero, interrumpiendo la tendencia a la baja observada durante la mayor parte de 2018. Esta última mejora refleja la opinión más favorable de los hogares sobre su situación financiera pasada y futura, así como las expectativas relacionadas con la situación económica general y el desempleo. La confianza de los consumidores se mantiene por encima de su nivel medio histórico y es coherente con un crecimiento continuado y sostenido del consumo privado.

También se espera que la recuperación en curso de los mercados de la vivienda continúe, aunque a un ritmo más lento que en 2018. La inversión residencial se incrementó un 0,6 % en el cuarto 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. Aunque en 2018 el crecimiento fue más lento que el vigoroso avance observado en 2017, se mantiene en niveles sólidos y robustos. En línea con esta evolución, los indicadores de coyuntura y los resultados de las encuestas publicados recientemente señalan un impulso positivo pero en fase de desaceleración. La producción del segmento de construcción de edificios aumentó un 0,2 %, en tasa intertrimestral, en el cuarto trimestre de 2018, recuperándose con respecto al -0,8 % registrado en el tercer trimestre. Los indicadores de confianza de la construcción de la Comisión Europea correspondientes a los últimos meses apuntan a un dinamismo positivo, aunque más débil, en el cuarto trimestre de 2018 y a principios de 2019. El índice de directores de compras (PMI) de actividad en el sector de la vivienda se situó, en promedio, en 52 en el último trimestre de 2018, pero descendió hasta un valor de 50,6 en enero de 2019. Con todo, tanto los PMI como los indicadores de confianza de la Comisión Europea permanecen claramente por encima de sus medias de largo plazo.

Parece que la inversión empresarial en la zona del euro perdió algo de impulso en la segunda mitad de 2018, pero las variables fundamentales siguen siendo favorables. Los datos nacionales disponibles sobre algunos de los países más grandes de la zona del euro apuntan, en general, a una desaceleración del crecimiento de la inversión empresarial en el cuarto trimestre de 2018. Esta ralentización refleja, en parte, el aumento de la incertidumbre en torno a las políticas y de la volatilidad financiera en algunos países de la zona. La persistente preocupación sobre la evolución del comercio mundial, la posibilidad de un Brexit sin acuerdo y las debilidades de la economía china también parecen haber influido negativamente en la confianza de las empresas. El análisis de las carteras de pedidos exteriores y las expectativas de producción del sector de bienes de equipo continuaron empeorando en enero y febrero de 2019. Sin embargo, las variables fundamentales siguen siendo propicias para la inversión empresarial. En primer lugar, la utilización de la capacidad productiva se mantiene muy por encima de su media de largo plazo, y un elevado porcentaje de las empresas manufactureras menciona la falta de bienes de equipo como un factor que limita la producción. En segundo lugar, las medidas de política monetaria del BCE continúan propiciando

unas condiciones de financiación favorables y el acceso a la financiación de las empresas de la zona del euro. En tercer lugar, durante la reciente fase de recuperación, las empresas también han utilizado sus beneficios para acumular un exceso de liquidez considerable.

El comercio de bienes de la zona del euro siguió registrando un ritmo de crecimiento débil a finales de 2018 y se espera que continúe disminuyendo a corto plazo.

Según los datos de contabilidad nacional más recientes, las exportaciones totales de la zona del euro aumentaron un 0,9 % en el último trimestre, mientras que las importaciones crecieron un 0,5 % en tasa intertrimestral. Los últimos datos mensuales sobre el comercio de bienes confirman una evolución desfavorable del comercio total de la zona del euro en el cuarto trimestre, principalmente como consecuencia del comercio entre los países de la zona. En diciembre de 2018, las exportaciones nominales de la zona del euro se redujeron un 0,5 %, en tasa intermensual, y las exportaciones dentro de la zona cayeron aún más (un 0,9 %). Las importaciones nominales de la zona experimentaron un ligero incremento intermensual del 0,4 %. Factores transitorios, como la nueva normativa sobre pruebas de emisiones de vehículos, lastraron las exportaciones. Sin embargo, se observa una disminución generalizada en todas las categorías de productos. La debilidad de las exportaciones a países no pertenecientes a la zona del euro en los últimos meses de 2018 sigue debiéndose al Reino Unido, a Turquía y a China. De cara al futuro, los indicadores adelantados apuntan a un nuevo descenso de las exportaciones fuera de la zona del euro en los próximos meses. En febrero de 2019, el PMI de nuevos pedidos exteriores del sector manufacturero recibidos de países que no forman parte de la zona del euro se situó en el nivel más bajo registrado desde noviembre de 2012 (46,4), y las conclusiones del análisis de la Comisión Europea fueron más negativas que en enero.

Los resultados de las últimas encuestas han seguido siendo decepcionantes y sugieren una moderación del crecimiento de la zona del euro en el corto plazo.

El indicador de sentimiento económico (ESI) de la Comisión Europea prácticamente no varió en febrero y se mantuvo por encima de su media de largo plazo. En lo que llevamos de año, la media de este indicador se sitúa en 106,2, por debajo del valor medio de 108,8 registrado en el último trimestre de 2018. Aunque el indicador relativo a la industria y a la construcción descendió, este descenso se vio ampliamente compensado por el clima positivo en los servicios, el sector minorista y los hogares. El PMI compuesto de producción aumentó ligeramente en febrero, pero la media de los dos primeros meses de 2019 se situó por debajo de la del trimestre anterior (51,4, frente a 52,3).

Pese a la actual ralentización, se espera que la expansión generalizada de la economía recobre impulso a medio plazo y continúe en los próximos meses.

La orientación acomodaticia de la política monetaria del BCE sigue fortaleciendo la demanda interna. El crecimiento sostenido del empleo y de los salarios debería mantener el consumo privado en niveles elevados. Asimismo, la inversión empresarial se sustenta en el buen tono de la demanda interna, las favorables condiciones de financiación y la mejora de los balances, y la inversión residencial mantiene su solidez.

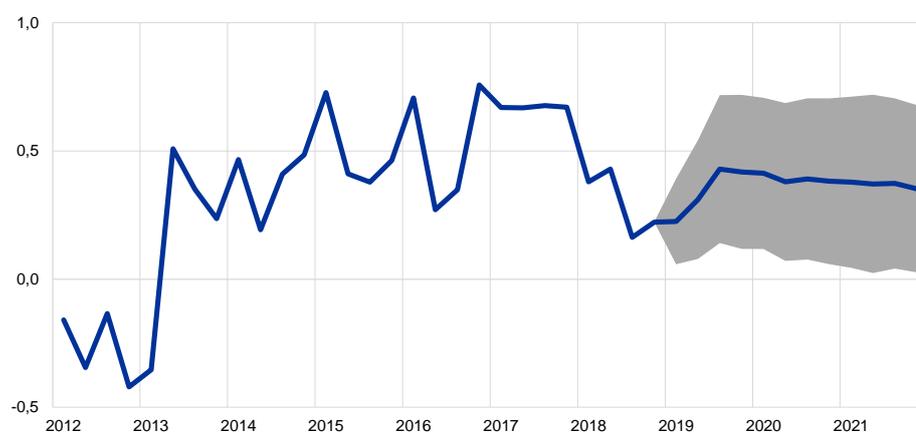
Las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de marzo de 2019 prevén un crecimiento anual del PIB real del 1,1 % en 2019, el 1,6 % en 2020 y el 1,5 % en 2021 (véase gráfico 12).

En comparación con las proyecciones de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2018, las perspectivas de crecimiento del PIB real se han revisado a la baja, de manera significativa para 2019 y leve para 2020. Los riesgos para las perspectivas de la zona del euro siguen apuntando a la baja.

Gráfico 12

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

(tasas de variación intertrimestral)



Fuentes: Eurostat y el artículo titulado «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro, marzo de 2019», publicado en el sitio web del BCE el 7 de marzo de 2019.

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.

4 Precios y costes

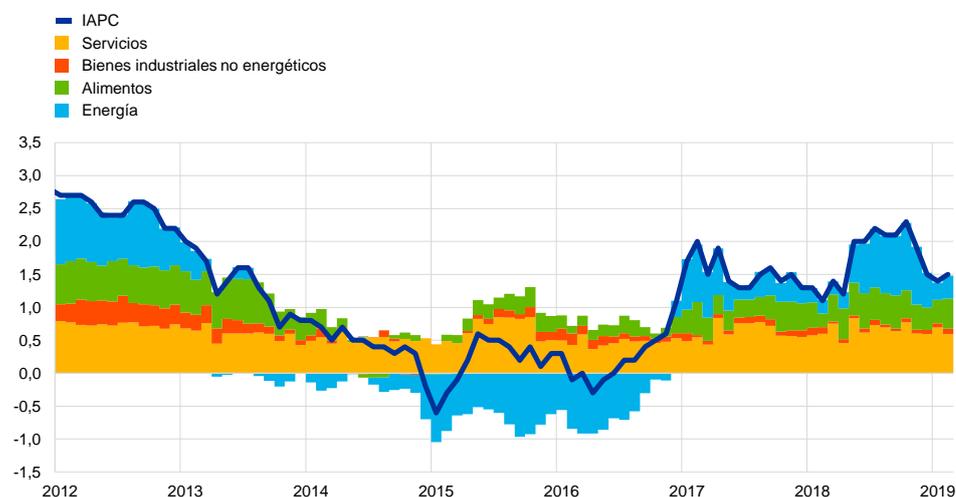
Según la estimación de avance de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro aumentó hasta el 1,5 % en febrero de 2019, desde el 1,4 % registrado en enero. Aunque los indicadores de la inflación subyacente se mantuvieron relativamente estables, las presiones de costes de origen interno se intensificaron y se ampliaron, 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 se incremente gradualmente a medio plazo, respaldada por las medidas de política monetaria del BCE, por la continuación de la expansión económica y por el mayor crecimiento de los salarios. Esta valoración se refleja también, en general, en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de marzo de 2019, que sitúan la inflación anual medida por el IAPC en el 1,2 % en 2019, el 1,5 % en 2020 y el 1,6 % en 2021; estas previsiones se han revisado a la baja para todo el horizonte de proyección, debido, en particular, a las perspectivas más moderadas de crecimiento a corto plazo. Se espera que la inflación anual medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, se sitúe en el 1,2 % en 2019, el 1,4 % en 2020 y el 1,6 % en 2021.

La inflación general aumentó en febrero por el mayor ascenso de los precios en las categorías más volátiles. Según la estimación de avance de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro aumentó hasta el 1,5 % en febrero de 2019, desde el 1,4 % registrado en enero (véase gráfico 13), lo que reflejó el incremento de las tasas de inflación de las categorías más volátiles —la energía y los alimentos—, mientras que la inflación medida por el IAPC, excluidos estos dos componentes, se redujo. La subida de la tasa de variación de los precios de la energía se debió a efectos de comparación al alza y a un avance moderado de los precios del petróleo (en euros). Al analizar los datos del IAPC desde enero de 2019, es preciso tener en cuenta la introducción de dos cambios metodológicos que implican revisiones de los datos históricos (véanse el recuadro 4, titulado «Nuevas características del Índice Armonizado de Precios de Consumo: grupos de análisis, datos de escáner y *web-scraping*», y el recuadro 5, titulado «Un nuevo método para calcular el índice de precios de los paquetes turísticos en Alemania y su impacto en las tasas de inflación medida por el IAPC»).

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.

Notas: Las últimas observaciones corresponden a febrero de 2019 (estimaciones de avance). Las tasas de crecimiento correspondientes a 2015 están distorsionadas al alza debido a un cambio metodológico (véase el recuadro 5 de este Boletín Económico del BCE).

Los indicadores de la inflación subyacente mantuvieron su relativa estabilidad reciente después de aumentar desde los mínimos registrados anteriormente.

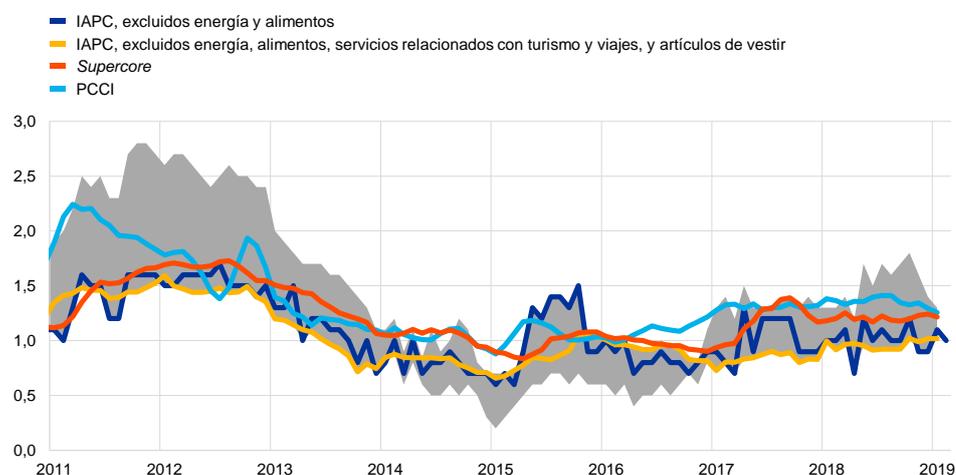
La inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, se situó en el 1 % en febrero, frente al 1,1 % de enero. Por tanto, continuó fluctuando en torno a la tasa del 1 % que alcanzó tras incrementarse desde el mínimo observado a mediados de 2016. El descenso de febrero reflejó una disminución de la tasa de variación de los precios de los servicios —del 1,6 % al 1,3 %—, mientras que la tasa de avance de los precios de los bienes industriales no energéticos permaneció inalterada en el 0,3 %. Otras medidas de la inflación subyacente, como el indicador PCCI (componente persistente y común de la inflación) y el indicador *Supercore* (inflación «supersubyacente»)¹, que solo están disponibles para el período transcurrido hasta enero, señalaron también que persistirá la estabilidad general observada en los últimos meses (véase gráfico 14). No obstante, tanto las medidas estadísticas como las basadas en modelos se mantuvieron por encima de sus respectivos mínimos de 2016. De cara al futuro, se espera que los indicadores de la inflación subyacente se incrementen de forma gradual, impulsados por un nuevo fortalecimiento del crecimiento de los salarios y por el repunte observado en la tasa de variación de los precios de producción internos.

¹ 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)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Las últimas observaciones corresponden a febrero de 2019 (estimación de avance) para el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, y a enero de 2019 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 tasas de crecimiento del IAPC, excluidos la energía y los alimentos, correspondientes a 2015 están distorsionadas al alza debido a un cambio metodológico (véase el recuadro 5 de este Boletín Económico del BCE).

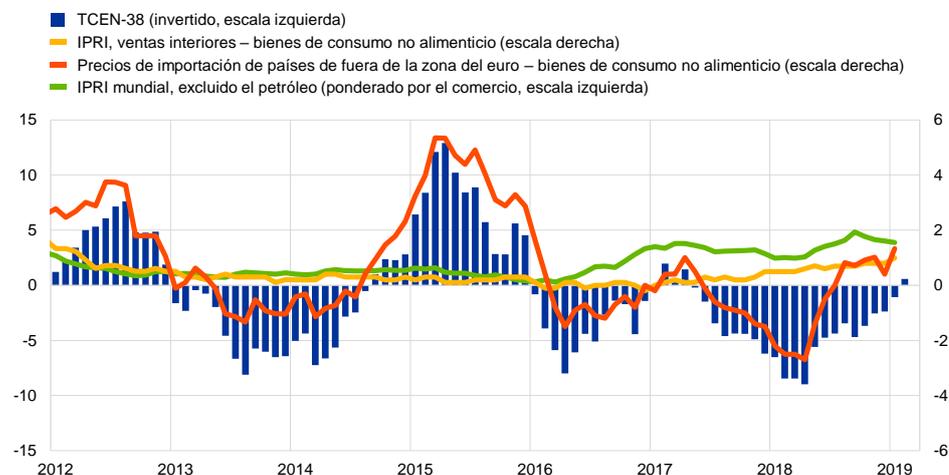
Las presiones inflacionistas sobre los bienes industriales no energéticos crecieron en las fases posteriores del proceso de formación de precios, mientras que en las primeras fases se observaron señales dispares.

En las fases muy iniciales, las presiones inflacionistas latentes aumentaron, dado que las tasas de variación interanual de los precios del petróleo y de los precios de las materias primas industriales (en euros) registraron una notable subida en febrero. En cambio, la inflación de los precios industriales no energéticos a escala mundial volvió a disminuir ligeramente en enero. Las débiles presiones inflacionistas anteriores en las primeras fases han afectado a las tasas de variación de los precios de importación y de los precios de producción de los bienes intermedios, que han seguido descendiendo desde agosto del año pasado. En las fases posteriores, la tasa de crecimiento interanual de los precios de importación de los bienes de consumo no alimenticio se incrementó hasta situarse en el 1,3 % en enero, desde el 0,4 % (cifra revisada a la baja) de diciembre. Asimismo, la tasa de variación de los precios de producción internos de estos bienes aumentó hasta el 1 % en enero de 2019, después de registrar un crecimiento interanual estable —del 0,8 %— en los tres meses anteriores, y se mantuvo por encima de su media de largo plazo (véase gráfico 15). En conjunto, las presiones sobre los precios de los bienes de consumo permanecieron generalmente estables en las fases posteriores del proceso de formación de precios, pero es posible que quede por transmitirse la ligera debilidad observada en las primeras fases.

Gráfico 15

Precios industriales y de importación

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Las últimas observaciones corresponden a febrero de 2019 para el TCEN-38 y a enero de 2019 para el IPRI de ventas interiores, los precios de importación y el IPRI mundial. «TCEN-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.

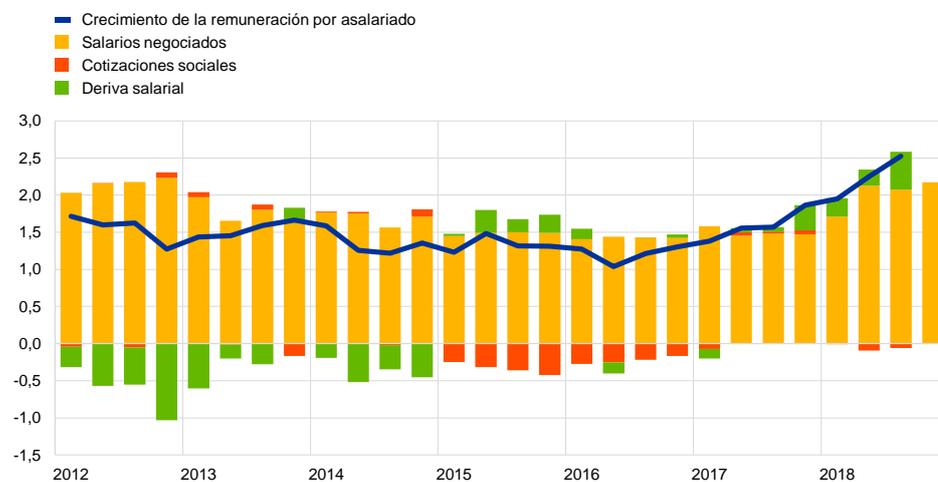
La evolución reciente del crecimiento de los salarios señala una tendencia continuada al alza y corrobora la percepción de una acumulación gradual de presiones internas de costes.

La tasa de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado aumentó, hasta situarse en el 2,5 % en el tercer trimestre de 2018, frente al 2,2 % del segundo trimestre del mismo año. El crecimiento de los salarios negociados fue del 2,2 % en el cuarto trimestre de 2018, frente al 2,1 % observado en el tercer trimestre (véase gráfico 16). En líneas más generales, los indicadores del crecimiento salarial se sitúan ahora en niveles visiblemente más elevados que en la primera mitad de 2016. Esta evolución está en consonancia con las crecientes tensiones en los mercados de trabajo. Mientras que la primera fase del fortalecimiento del crecimiento de la remuneración por asalariado estuvo determinada, principalmente, por la deriva salarial, la mayor parte del impulso observado en los últimos trimestres se debió al aumento de la tasa de crecimiento interanual de los salarios negociados, que reforzó la confianza en las perspectivas positivas de crecimiento salarial.

Gráfico 16

Contribución de los componentes de la remuneración por asalariado

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden al tercer trimestre de 2018 para la remuneración por asalariado y al cuarto trimestre de 2018 para el crecimiento de los salarios negociados.

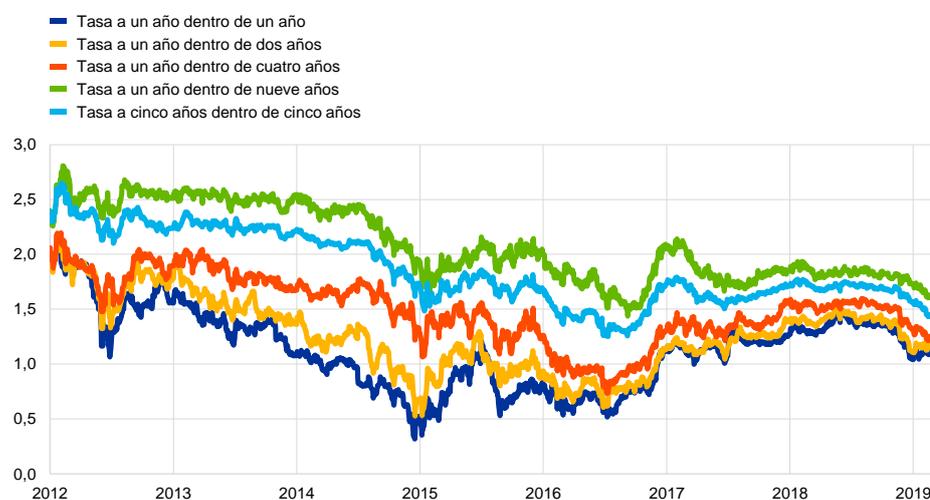
Los indicadores de mercado y de opinión de las expectativas de inflación a largo plazo han registrado un ligero descenso.

El 6 de marzo de 2019, el tipo *swap* de inflación a cinco años dentro de cinco años se situó en el 1,51 %, 13 puntos básicos por debajo del nivel observado a mediados de diciembre (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 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 primer trimestre de 2019, las expectativas de inflación a largo plazo se situaron en el 1,8 %, ligeramente por debajo del 1,9 % con respecto a la encuesta anterior.

Gráfico 17

Indicadores de mercado de las expectativas de inflación

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden al 6 de marzo de 2019.

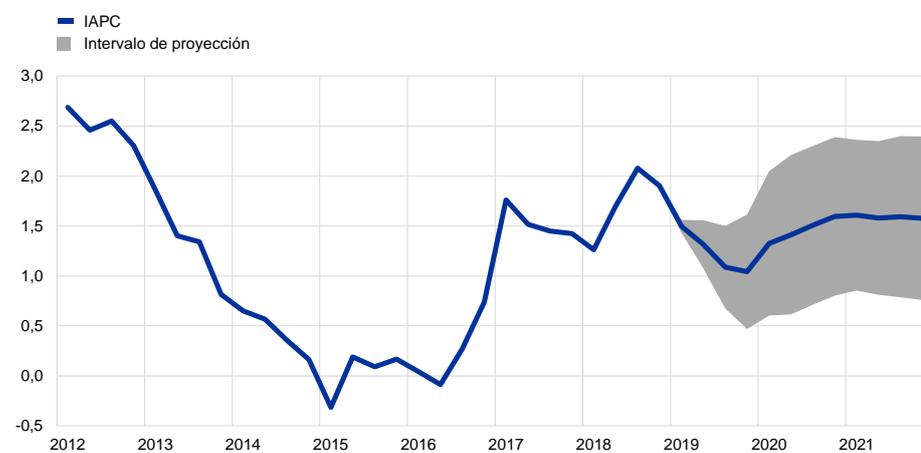
Según las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE de marzo de 2019, la inflación subyacente aumentará gradualmente durante el horizonte de proyección.

Sobre la base de la información disponible a mediados de febrero, estas proyecciones sitúan la inflación media medida por el IAPC en el 1,2 % en 2019, el 1,5 % en 2020 y el 1,6 % en 2021, frente al 1,6 %, el 1,7 % y el 1,8 %, respectivamente, que se preveían en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema de diciembre de 2018 (véase gráfico 18). Este patrón refleja un descenso acusado de la inflación medida por el IAPC en 2019, que se debe principalmente a la fuerte caída experimentada por los precios del petróleo a finales de 2018 y a los efectos de comparación a la baja relacionados con su anterior subida en 2018. De cara al futuro, se espera que los precios del componente energético del IAPC crezcan a tasas reducidas en consonancia con el perfil relativamente plano de la curva de los futuros sobre el precio del petróleo. La inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, seguirá una senda ascendente progresiva, respaldada por la recuperación económica más gradual —pero continuada— y por el tensionamiento de los mercados de trabajo. Se espera que la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, avance del 1,2 % en 2019 al 1,4 % en 2020 y al 1,6 % en 2021, lo que representa una revisión a la baja de 0,2 puntos porcentuales en cada año del horizonte de proyección.

Gráfico 18

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

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y el artículo titulado «[Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro, marzo de 2019](#)», publicado en el sitio web del BCE el 7 de marzo de 2019.

Notas: Las últimas observaciones corresponden al cuarto 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. La fecha límite de recepción de los datos incluidos en las proyecciones fue el 21 de febrero de 2019, fecha anterior a la revisión de los datos históricos del IAPC como consecuencia de los cambios metodológicos.

5 Dinero y crédito

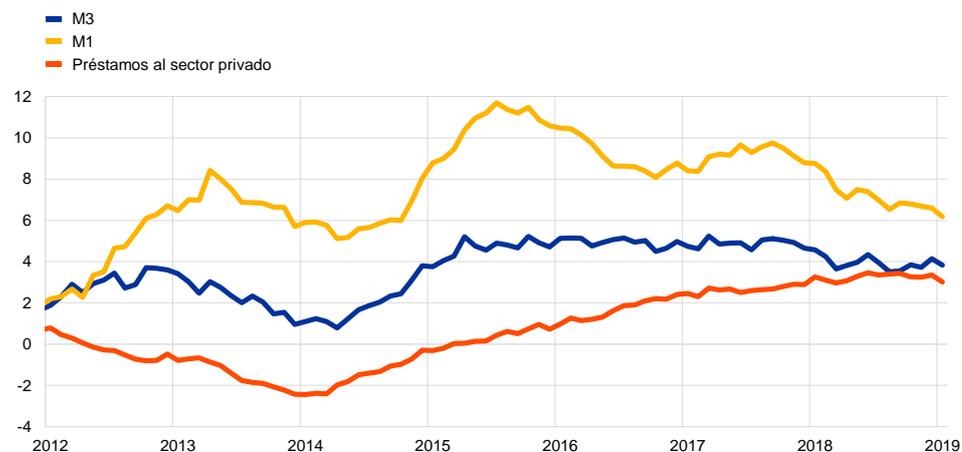
La expansión monetaria y el crecimiento del crédito se moderaron en enero de 2019. El crecimiento del agregado monetario amplio ha mostrado una gran capacidad de resistencia frente a la eliminación gradual de las adquisiciones netas mensuales realizadas en el marco del programa de compra de activos (APP, por sus siglas en inglés). Al mismo tiempo, las condiciones de financiación y del crédito de los bancos continuaron siendo favorables. Las emisiones netas de valores representativos de deuda por parte de las sociedades no financieras se redujeron significativamente en el cuarto trimestre de 2018, en un contexto de deterioro continuo y progresivo de las condiciones del mercado de renta fija que comenzó a finales de 2017.

El crecimiento del agregado monetario amplio se moderó en enero, y sus tasas siguieron situándose en torno al nivel observado desde marzo de 2018.

La tasa de crecimiento interanual de M3 descendió hasta el 3,8 % en enero de 2019, desde el 4,1 % registrado en diciembre de 2018 (véase gráfico 19). Esta evolución muestra la capacidad de resistencia del crecimiento de M3, teniendo en cuenta la menor contribución automática de las compras realizadas en el marco del APP. El avance de M3 ha disminuido desde finales de 2017, coincidiendo con la eliminación gradual de las compras netas de activos. A su vez, esto implica que el impacto positivo del APP sobre el crecimiento del agregado monetario amplio fue menor. El agregado monetario estrecho M1, que incluye los componentes más líquidos de M3, volvió a contribuir significativamente al avance de M3, pese a haber descendido hasta el 6,2 % en enero. La expansión monetaria siguió recibiendo el respaldo del crecimiento económico sostenido y del bajo coste de oportunidad de mantener los instrumentos más líquidos en un entorno de tipos de interés muy bajos.

Gráfico 19
M3, M1 y préstamos al sector privado

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



Fuente: BCE.

Notas: Préstamos ajustados de titulaciones, otras transferencias y centralización nacional de tesorería (*notional cash pooling*). La última observación corresponde a enero de 2019.

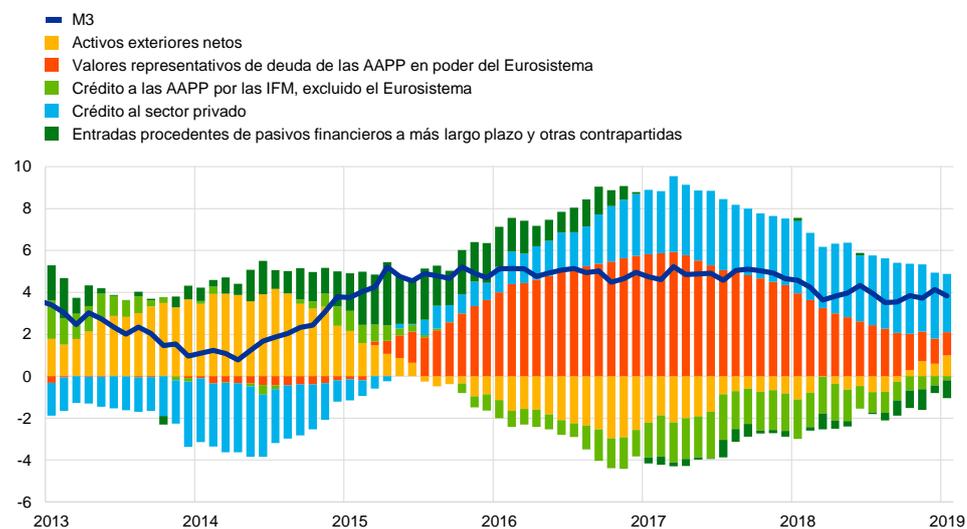
Los depósitos a la vista volvieron a ser el componente que más contribuyó al crecimiento de M3. La tasa de crecimiento interanual de estos depósitos disminuyó, hasta situarse en el 6,4 % en enero, como consecuencia de la moderación de la tasa de crecimiento interanual de los depósitos a la vista de las sociedades no financieras, mientras que la de los hogares se mantuvo estable. Asimismo, el crecimiento sostenido del efectivo en circulación indica que no se está produciendo una sustitución a gran escala del efectivo por depósitos en un entorno de tipos de interés muy bajos o negativos en la zona del euro en su conjunto. 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), que actualmente crecen a un ritmo lento debido a la reducida remuneración de estos instrumentos, tuvieron un impacto global neutral sobre el crecimiento de M3.

El crédito al sector privado siguió siendo la contrapartida que más impulsó el crecimiento del agregado monetario amplio (véase gráfico 20). La aportación positiva al crecimiento de M3 de los valores representativos de deuda de las Administraciones Públicas en poder del Eurosistema continuó disminuyendo (véanse las partes de color rojo de las barras del gráfico 20), en el contexto de la citada eliminación gradual de las compras netas mensuales del APP. Esta disminución se vio compensada, en gran medida, por un aumento moderado de la contribución del crédito al sector privado desde finales de 2017 (véanse las partes de color azul de las barras del gráfico 20). Aunque el crédito al sector privado siguió siendo la principal fuente de creación de dinero, la menor aportación del APP ha sido sustituida recientemente por flujos monetarios externos (véanse las partes de color amarillo de las barras del gráfico 20) y por crédito a las Administraciones Públicas (véanse las partes de color verde claro de las barras del gráfico 20). La creciente contribución de los activos exteriores netos refleja, en parte, la preferencia de los inversores por activos de la zona del euro en el contexto de una mayor aversión al riesgo vinculada al aumento de la incertidumbre. Además, las adquisiciones de valores representativos de deuda de las Administraciones Públicas efectuadas por los bancos comerciales han dotado de una estabilidad cada vez mayor a M3 en los últimos meses. Esta evolución señala un cambio hacia fuentes de creación de dinero más autosostenidas.

Gráfico 20

M3 y sus contrapartidas

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



Fuente: BCE.

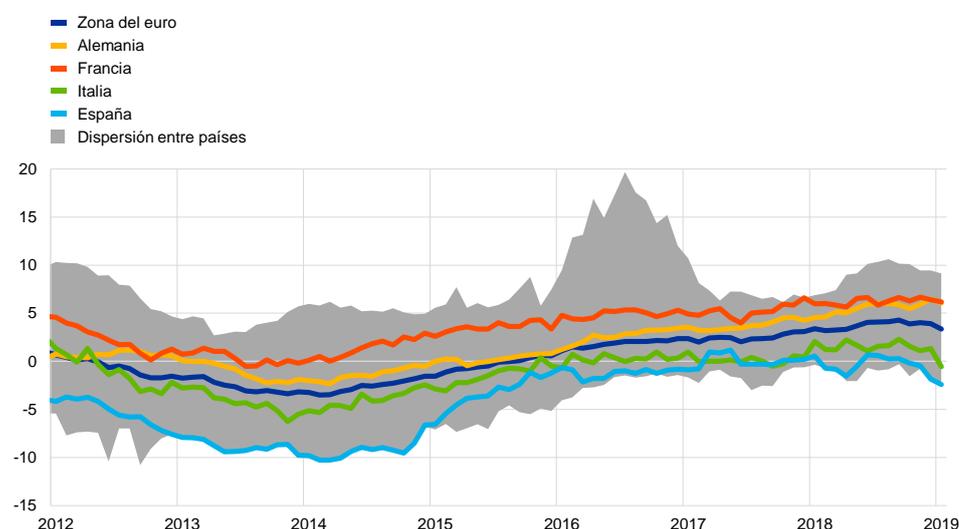
Notas: El crédito al sector privado comprende los préstamos concedidos por las IFM al sector privado y las tenencias de las IFM de valores representativos de deuda emitidos por el sector privado de la zona del euro, excluidas las IFM. Por tanto, también incluye las adquisiciones de valores representativos 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 enero de 2019.

El crecimiento del crédito se moderó en enero. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las IFM al sector privado (ajustados de titulaciones, otras transferencias y centralización nocial de tesorería [*notional cash pooling*]) se redujo hasta el 3 % en enero de 2019, desde el 3,4 % registrado en diciembre de 2018 (véase gráfico 19). Esta disminución se debió a un descenso acusado de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a sociedades no financieras (el 3,3 % en enero, frente al 3,9 % en diciembre). El menor avance del crédito a empresas, que mostró una heterogeneidad considerable entre países, coincide con los patrones históricos y puede atribuirse a la desaceleración del PIB real desde principios de 2018 (véase gráfico 21). Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a hogares permaneció estable en el 3,2 % en enero, también en un contexto de notable disparidad entre países (véase gráfico 22). El crédito al sector privado siguió apoyándose en las condiciones de financiación 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 alto 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)



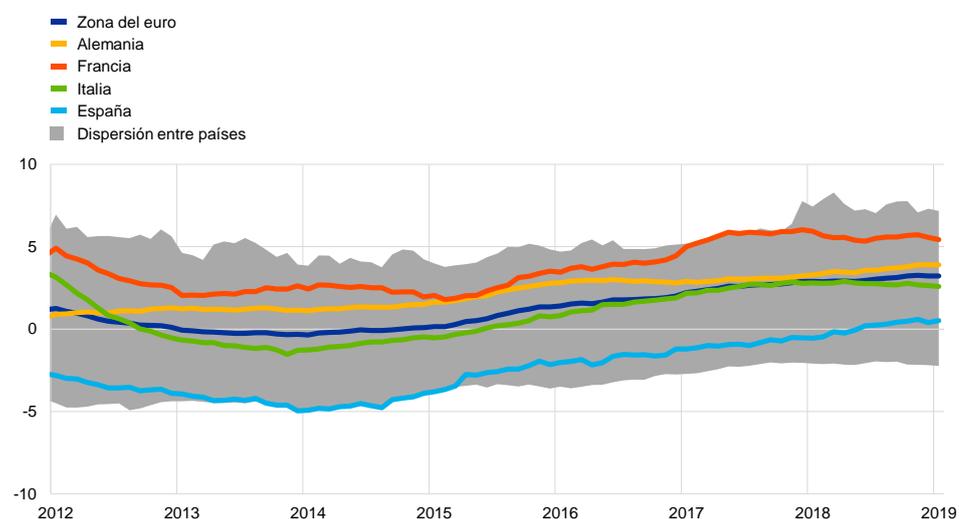
Fuente: BCE.

Notas: Préstamos ajustados de titulaciones, otras transferencias y centralización nacional de tesorería (*notional cash pooling*). 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 enero de 2019.

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 titulaciones y otras transferencias. La dispersión entre países se calcula sobre la base de valores mínimos y máximos en una muestra fija de doce países de la zona del euro. La última observación corresponde a enero de 2019.

Las condiciones de financiación de las entidades de crédito continuaron siendo favorables en términos históricos.

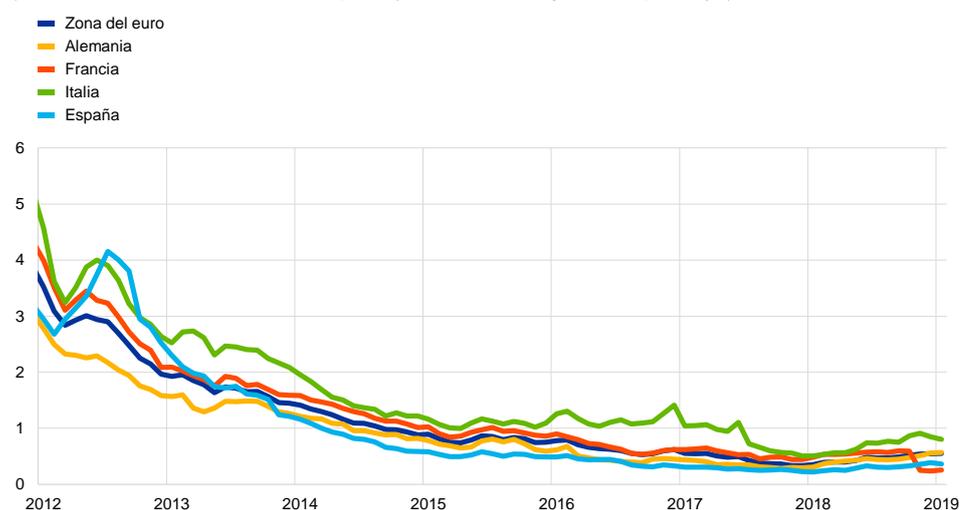
En enero, el coste sintético de la financiación de las entidades de crédito de la zona del euro mediante deuda permaneció estable, después de haber aumentado progresivamente desde principios de 2018 (véase gráfico 23). Esta evolución fue consecuencia de que la

rentabilidad de los bonos bancarios en la zona del euro en su conjunto no varió. La heterogeneidad entre países fue considerable, debido a la elevada incertidumbre política y al desigual acceso de las entidades de crédito a la financiación mayorista. Al mismo tiempo, el coste de la financiación mediante depósitos se mantuvo sin cambios. La incidencia del ascenso del coste de la financiación mediante la emisión de valores representativos de deuda sobre el coste sintético total de la financiación de las entidades de crédito ha sido bastante limitada, al tener este recurso una importancia escasa en relación con sus estructuras de financiación. Por tanto, en conjunto, las condiciones de financiación de las entidades de crédito siguieron siendo favorables y reflejaron la orientación acomodaticia de la política monetaria del BCE, así como el fortalecimiento de los balances bancarios. Asimismo, la nueva serie de TLTRO contribuirá a asegurar que las condiciones del crédito bancario continúen siendo favorables en el futuro.

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 enero de 2019.

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

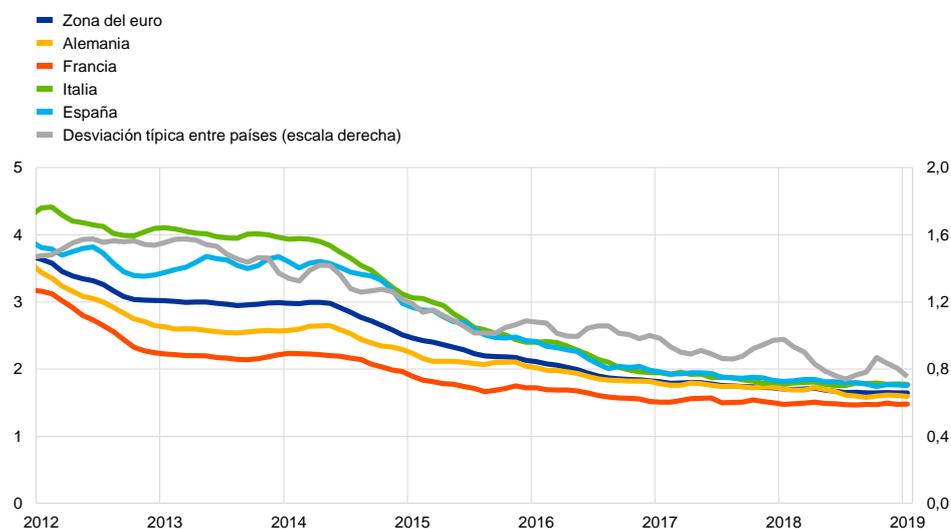
En enero de 2019, el tipo de interés sintético de los préstamos bancarios otorgados a las sociedades no financieras (véase gráfico 24) permaneció prácticamente estable en el 1,63 %, un nivel próximo al mínimo histórico del 1,62 % observado en mayo de 2018. En el mismo mes, el tipo de interés sintético de los préstamos para adquisición de vivienda se mantuvo básicamente sin variación en el 1,82 %, una cota también cercana al mínimo histórico registrado en diciembre de 2016 (véase gráfico 25). Los tipos sintéticos de los préstamos bancarios concedidos a las sociedades no financieras y a los hogares han disminuido significativamente 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, aunque ha persistido una considerable heterogeneidad entre países. Entre mayo de 2014

y enero de 2019, 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. La reducción de los tipos de los préstamos bancarios otorgados a las sociedades no financieras y 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 todos los tamaños de empresas.

Gráfico 24

Tipos de interés sintéticos de los préstamos a sociedades no financieras

(porcentajes; medias móviles de tres meses)



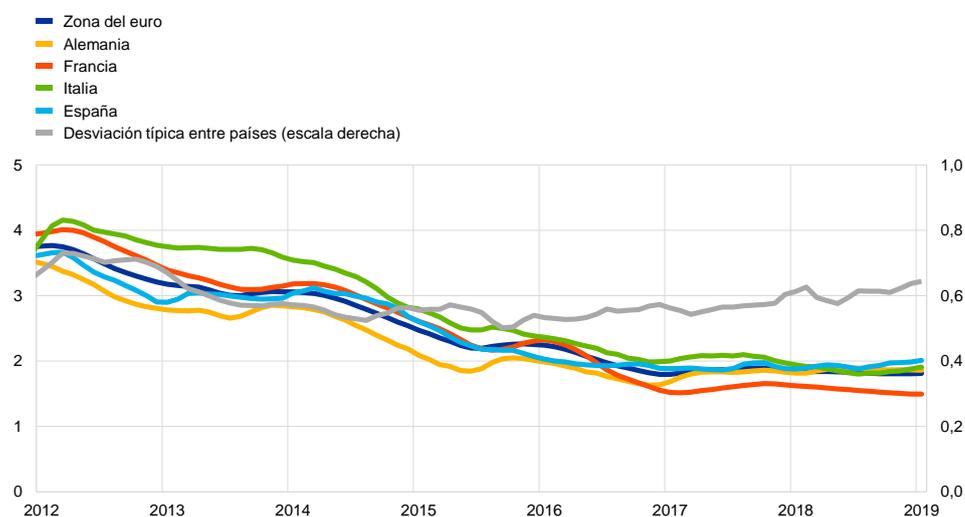
Fuente: BCE.

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 enero de 2019.

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 enero de 2019.

Se estima que el flujo interanual total de la financiación externa de las sociedades no financieras de la zona del euro se estabilizó en el cuarto trimestre de 2018. El crecimiento de los préstamos bancarios fue sólido,

respaldado por los todavía favorables criterios de aprobación y por una nueva disminución del coste relativo de la financiación bancaria. En cambio, las emisiones netas de valores fueron negativas durante el trimestre, como consecuencia de la moderación del crecimiento económico, de los valores más bajos de las fusiones y adquisiciones, así como del aumento del coste de la financiación de mercado y de la incertidumbre, entre otros factores. Con todo, la evolución es cada vez más heterogénea entre unos países y otros.

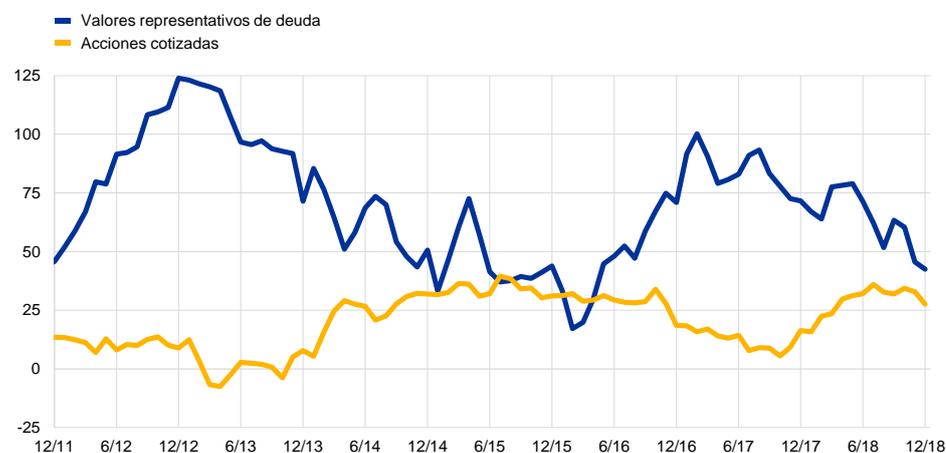
En el cuarto trimestre de 2018, las emisiones netas de valores representativos de deuda por parte de las sociedades no financieras fueron significativamente negativas, en un contexto de continuo incremento de su coste durante ese período. La debilidad observada en la actividad de emisiones netas en el último trimestre de 2018 puede atribuirse, en parte, al patrón estacional de la serie, pero, desde una perspectiva de medio plazo, los flujos interanuales de emisiones netas correspondientes a diciembre de 2018

alcanzaron el registro más bajo observado desde mayo de 2016 (véase gráfico 26) y son acordes con la tendencia descendente que comenzó a principios de 2017. Los datos de mercado sugieren que las emisiones netas de valores representativos de deuda por parte de emisores con calificación de grado de inversión aumentaron en los primeros meses de 2019, pero continuaron siendo casi nulas en el segmento de alta rentabilidad. En el cuarto trimestre de 2018, las emisiones netas de acciones cotizadas fueron prácticamente nulas.

Gráfico 26

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

(flujos interanuales en mm de euros)



Fuente: BCE.

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

En diciembre de 2018, el coste de financiación de las sociedades no financieras volvió a aumentar.

En diciembre, 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 4,8 %, frente al 4,7 % registrado en noviembre. El coste actual de la financiación externa se sitúa 57 puntos básicos por encima del mínimo histórico de agosto de 2016, pero se mantiene 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

La orientación ligeramente expansiva de las políticas fiscales en la zona del euro y el funcionamiento de los estabilizadores automáticos están sosteniendo la actividad económica. Al mismo tiempo, es necesario que los países con niveles elevados de deuda pública continúen reconstituyendo los colchones fiscales. Todos los países deberían seguir intensificando sus esfuerzos para lograr una composición más favorable al crecimiento de las finanzas públicas. Asimismo, la aplicación transparente y coherente del marco de gobernanza fiscal y económica de la Unión Europea a lo largo del tiempo y en los distintos países sigue siendo esencial para reforzar la capacidad de resistencia de la economía de la zona del euro.

Tras la mejora registrada el año pasado, se prevé que el déficit presupuestario de las Administraciones Públicas de la zona del euro se deteriore en 2019 y se mantenga estable, en general, en los dos próximos años². A partir de datos incompletos correspondientes a 2018, se estima que la ratio de déficit de las Administraciones públicas de la zona del euro se situó en el 0,5 % del PIB, frente al 1 % observado en 2017. La caída registrada en 2018 fue resultado, principalmente, de las condiciones cíclicas favorables y de la disminución de los pagos por intereses. Es probable que esta mejora revierta este año, como consecuencia de una considerable reducción del saldo primario ajustado de ciclo. También se espera que el mayor déficit se mantenga durante los dos próximos años (véase gráfico 27).

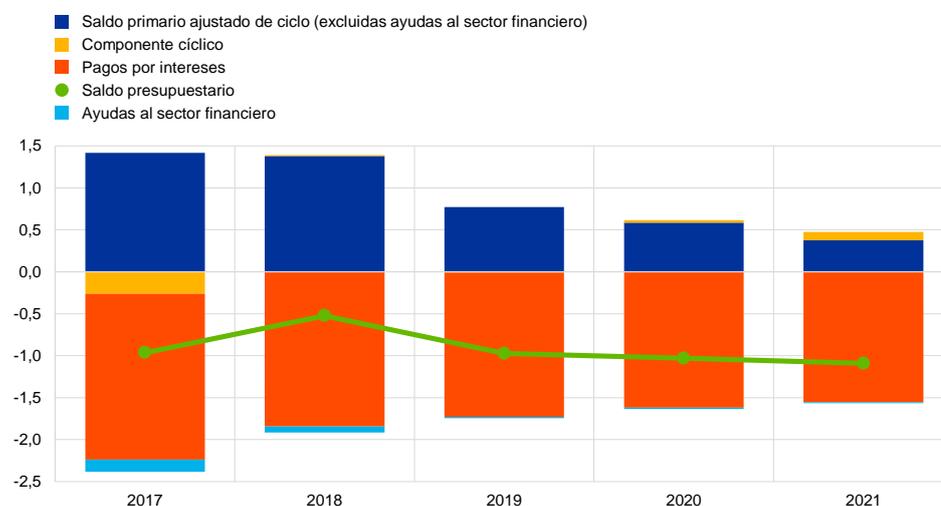
En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2018, las perspectivas relativas al déficit de las Administraciones Públicas de la zona del euro para los dos próximos años se han deteriorado. El aumento del déficit se debe, en parte, a la reducción del saldo primario derivada de la aplicación de unas políticas más expansivas de lo previsto anteriormente en varios de los países de mayor tamaño de la zona del euro. También es el resultado de una menor contribución del componente cíclico, dado que las perspectivas macroeconómicas se han revisado a la baja.

² Véase el artículo titulado «[Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro, marzo de 2019](#)», publicado en el sitio web del BCE el 7 de marzo de 2019.

Gráfico 27

Saldo presupuestario y sus componentes

(porcentaje del PIB)



Fuentes: BCE y proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE de marzo de 2019.

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

Se considera que la orientación general de la política fiscal de la zona del euro fue neutral, en líneas generales, en 2018, pero se prevé que sea ligeramente expansiva a partir de 2019³. Este perfil está determinado, principalmente, por los recortes de los impuestos directos y de las cotizaciones sociales tanto en Alemania como en Francia, aunque también obedece a un crecimiento del gasto relativamente dinámico en varios países.

Se prevé que la ratio agregada de deuda pública en relación con el PIB de la zona del euro continúe disminuyendo a un ritmo más lento. Según las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE de marzo de 2019, la deuda agregada de las Administraciones Públicas en relación con el PIB de la zona del euro descenderá desde el 86,8 % de 2017⁴ hasta el 81,1 % en 2021. La reducción proyectada de la deuda pública se sustenta tanto en el diferencial negativo tipo de interés-crecimiento⁵ como en los continuos superávits primarios (véase gráfico 28), si bien se espera que los ajustes déficit-deuda compensen algunos de estos efectos. Durante el horizonte de proyección, la ratio de deuda se reducirá, o aumentará —aunque con lentitud—, 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 diciembre de 2018, se espera que el descenso de la citada ratio sea más moderado durante todo el

³ 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 en esta sección 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.

⁴ 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.

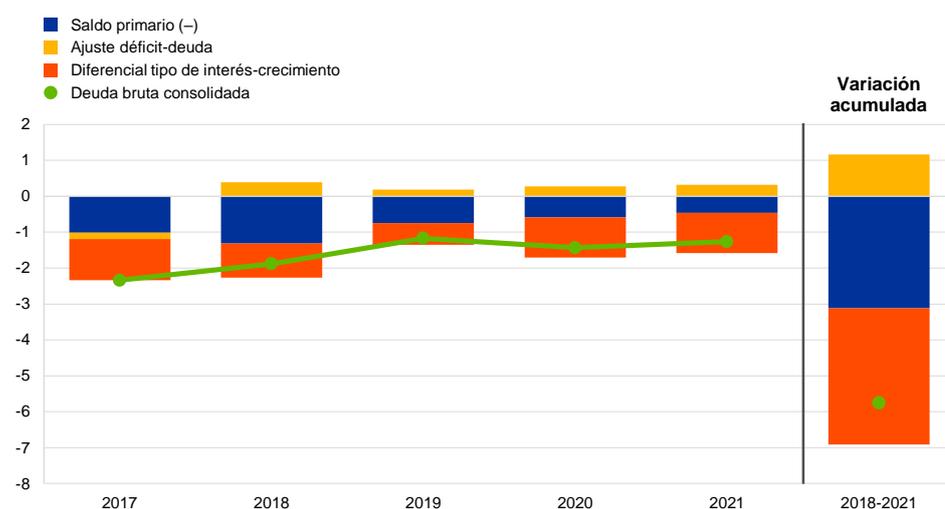
⁵ Para más información, véase el recuadro titulado «El diferencial tipo de interés-crecimiento y la evolución de la deuda pública», en este Boletín Económico.

horizonte considerado. Esto se debe, principalmente, al aumento del diferencial tipo de interés-crecimiento en 2019, como consecuencia de la revisión a la baja del crecimiento del PIB y de la disminución de los saldos primarios.

Gráfico 28

Factores determinantes de la variación de la deuda pública

(puntos porcentuales del PIB)



Fuentes: BCE y proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE de marzo de 2019.
 Nota: Los datos se refieren al agregado del sector de Administraciones Públicas de la zona del euro.

Es necesario que los países continúen aplicando políticas fiscales que cumplan íntegramente el Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Estas políticas pueden contemplar que los estabilizadores automáticos funcionen cuando sea necesario. Al mismo tiempo, los países con niveles de deuda pública elevados han de seguir reconstituyendo los colchones fiscales, y todos deberían continuar intensificando sus esfuerzos para lograr una composición de las finanzas públicas más favorable al crecimiento.