

# Información actualizada sobre la evolución económica y monetaria

## Resumen

La información disponible desde la reunión de política monetaria del Consejo de Gobierno celebrada en marzo confirma que la ralentización del ritmo de crecimiento continuará durante este año. Aunque hay señales de que algunos de los factores idiosincrásicos internos que frenan el crecimiento están desapareciendo, las dificultades observadas a escala mundial siguen lastrando la evolución del crecimiento de la zona del euro. 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 los mercados emergentes. Al mismo tiempo, la mejora adicional del empleo y la subida de los salarios continúan apoyando la resiliencia de la economía de la zona y el aumento gradual de las presiones inflacionistas. Sin embargo, sigue siendo necesario un amplio grado de acomodación monetaria para mantener unas condiciones de financiación favorables y respaldar la expansión económica, y asegurar con ello que la inflación continúe convergiendo de forma sostenida hacia niveles inferiores, aunque próximos, al 2 % a medio plazo. Las indicaciones del Consejo de Gobierno sobre la evolución futura de los tipos de interés oficiales del BCE, reforzadas por las reinversiones del considerable volumen de activos adquiridos y la nueva serie de operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO, por sus siglas en inglés), ofrecen un estímulo monetario significativo.

Los indicadores de opinión de la actividad económica mundial se han deteriorado en el primer trimestre de 2019. Concretamente, el comercio global ha continuado desacelerándose en un contexto de cambio del ciclo industrial mundial y de aumento de las tensiones comerciales. La inflación global se ha reducido en los primeros meses del año, en gran medida como consecuencia de la menor contribución del componente energético.

Los rendimientos de la deuda pública de la zona del euro disminuyeron ligeramente, en general, en un contexto en el que los tipos de interés libres de riesgo a escala mundial descendieron y la curva de tipos *forward* del eonia se desplazó a la baja. La evolución de los diferenciales de la deuda soberana mostró cierta heterogeneidad en la zona del euro. Los precios de las acciones aumentaron en un entorno de tipos de interés libres de riesgo más bajos y de volatilidad estable y reducida. En consecuencia, los diferenciales de rendimiento de los valores de renta fija privada se estrecharon. En los mercados de divisas, el tipo de cambio efectivo del euro se mantuvo sin variación, en términos generales.

El PIB real de la zona del euro aumentó un 0,2 %, en términos intertrimestrales, en el cuarto trimestre de 2018, tras registrar un incremento del 0,1 % en el tercer

trimestre. Los últimos datos continuaron siendo débiles, debido fundamentalmente a la desaceleración de la demanda externa, agravada por factores relacionados con países y sectores específicos. Dado que estos factores están teniendo un impacto algo más prolongado, se espera que la ralentización del ritmo de crecimiento continúe durante este año. Más adelante, 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, en la mejora adicional del empleo y la subida de los salarios, y en el crecimiento sostenido, aunque algo más lento, de la actividad mundial.

Según la estimación de avance de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro se situó en el 1,4 % en marzo de 2019, tras el 1,5 % registrado en febrero de 2019, debido principalmente a un descenso de la tasa de variación de los precios de los alimentos, los servicios y los bienes industriales no energéticos. Teniendo en cuenta los precios actuales de los futuros sobre el petróleo, es probable que la inflación general disminuya en los próximos meses. Aunque los indicadores de la inflación subyacente se 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.

En lo que respecta a la evolución monetaria, la tasa de crecimiento del agregado monetario amplio (M3) aumentó hasta el 4,3 % en febrero de 2019, desde el 3,8 % de enero. El avance de M3 sigue estando respaldado por la creación de crédito bancario, y el agregado monetario estrecho (M1) volvió a ser el factor que más contribuyó a su crecimiento. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a las sociedades no financieras repuntó hasta situarse en el 3,7 % en febrero de 2019 y se ha moderado en los últimos meses, debido a la reacción retardada típica frente a la desaceleración del crecimiento económico. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a los hogares se mantuvo prácticamente sin variación en el 3,3 % en febrero. La encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro correspondiente al primer trimestre de 2019 sugiere que las condiciones generales de concesión de crédito continuaron siendo favorables.

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

Basándose en esta valoración, el Consejo de Gobierno decidió mantener sin variación los tipos de interés oficiales del BCE, y sigue esperando que permanezcan en los niveles actuales al menos hasta el 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.

El Consejo de Gobierno confirmó que el Eurosistema seguirá reinvertiendo íntegramente el principal de los valores adquiridos en el marco del programa de compra de activos que vayan venciendo durante un período prolongado tras la fecha en la que el Consejo de Gobierno comience a subir los tipos de interés oficiales del BCE y, en todo caso, durante el tiempo que sea necesario para mantener unas condiciones de liquidez favorables y un amplio grado de acomodación monetaria.

El Consejo de Gobierno reiteró que está preparado para ajustar todos sus instrumentos de la manera adecuada, con el fin de asegurar que la inflación continúe avanzando de forma sostenida hacia su objetivo.

Las condiciones precisas de la nueva serie de TLTRO (TLTRO-III) se comunicarán en una de las próximas reuniones del Consejo de Gobierno. En particular, al determinar los tipos de interés aplicables a las TLTRO-III se tendrá en cuenta una evaluación detallada del canal de transmisión bancario de la política monetaria, así como la evolución de las perspectivas económicas. En el contexto de la valoración periódica del BCE, el Consejo de Gobierno también considerará si para mantener el impacto favorable de los tipos de interés negativos sobre la economía es necesario mitigar sus posibles efectos colaterales sobre la intermediación bancaria.

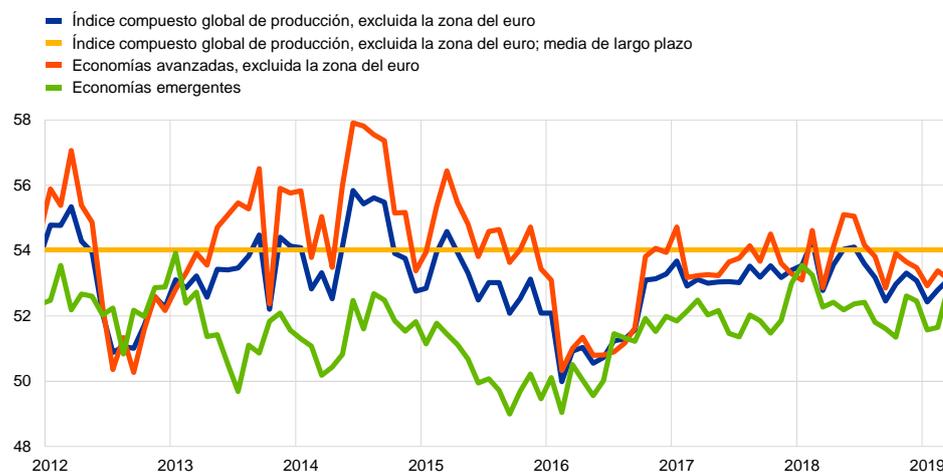
### Los indicadores globales de opinión apuntan a una cierta desaceleración de la actividad mundial en el primer trimestre de 2019.

El índice de directores de compras (PMI, por sus siglas en inglés) compuesto global de producción, excluida la zona del euro, aumentó en marzo (véase gráfico 1), ya que el avance del sector servicios compensó con creces el ligero descenso observado en las manufacturas. No obstante, en términos intertrimestrales, el PMI correspondiente al primer trimestre de 2019 se sitúa por debajo del nivel registrado en 2017 y en la primera mitad de 2018, y es acorde con cierta pérdida de impulso del crecimiento global. En las economías avanzadas, el PMI de Estados Unidos elaborado por Markit prácticamente no varió, mientras que el indicador de opinión publicado por el Institute for Supply Management (ISM) relativo a las manufacturas y los servicios retrocedió desde cotas bastante elevadas durante el primer trimestre. Los PMI también disminuyeron en el Reino Unido y en Japón, debido a las caídas registradas en marzo. En las economías emergentes, el PMI trimestral repuntó con fuerza en Brasil, mientras que descendió en India y en Rusia. En China, este indicador se mantuvo sin variación en el primer trimestre, pero se incrementó de forma acusada en marzo.

#### Gráfico 1

##### PMI compuesto global de producción

(índice de difusión)



Fuentes: Haver Analytics, Markit y cálculos del BCE.

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

### Los indicadores relativos al comercio global señalan una debilidad continuada a principios del año.

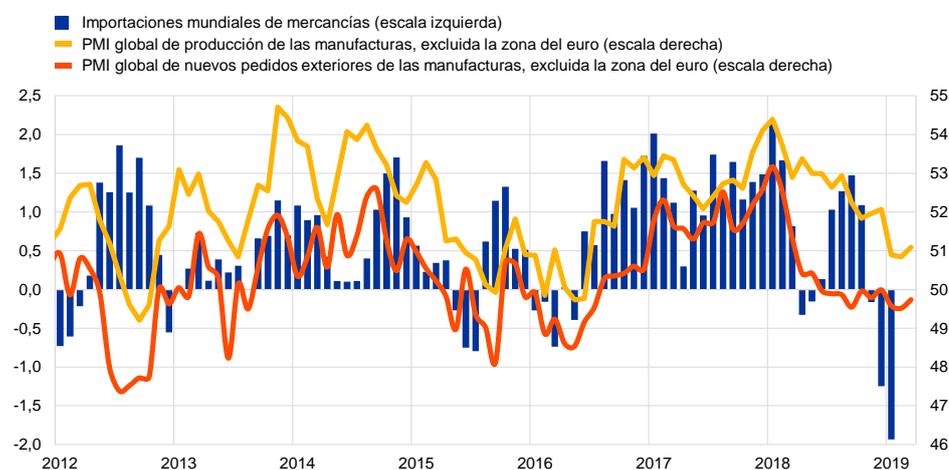
En términos reales, las importaciones de mercancías se redujeron un 1,9 % en enero de 2019, en tasa intertrimestral, en particular como consecuencia de los acusados descensos observados en países asiáticos. Estos descensos están relacionados, en parte, con la considerable volatilidad de los datos sobre el comercio de China en torno al Año Nuevo lunar, lo que dificulta la interpretación de los datos de enero. Al mismo tiempo, el PMI de nuevos pedidos exteriores se mantuvo por debajo del umbral de expansión en marzo (véase gráfico 2). Un indicador más amplio, basado en un componente principal de los indicadores adelantados de comercio mundial,

matiza esta imagen y apunta a un aumento marginal del comercio global en el primer trimestre de 2019, tras la moderada evolución registrada en el segundo semestre del año pasado.

**La desaceleración en curso del comercio mundial se debe, en cierta medida, al cambio del ciclo industrial global.** Generalmente, la maduración del ciclo económico global conduce a una moderación del comercio mundial a través de una caída de la actividad inversora. En la coyuntura actual, este patrón se ha visto acentuado por la circunstancia de que gran parte de la debilidad de la economía global se ha concentrado en la actividad industrial. De hecho, el ciclo industrial y el ciclo comercial suelen estar estrechamente correlacionados.

## Gráfico 2 Comercio mundial y encuestas

(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 enero de 2019 (importaciones mundiales de mercancías) y a marzo de 2019 (PMI).

**El comercio mundial también se ha visto afectado por otros factores, entre ellos el aumento de las tensiones comerciales.** Las importaciones estadounidenses procedentes de China han caído de forma particularmente acusada en los sectores afectados por los aranceles, pero también se ha producido una fuerte moderación en otras economías asiáticas. Aunque esto podría ser una señal de mayor debilidad de la demanda interna en China, también es posible que sea resultado de la evolución de sectores específicos, especialmente de los de productos electrónicos y automóviles. Estos dos sectores son muy intensivos en comercio y representan una proporción elevada del comercio asiático. En el recuadro 1 se analiza el papel que puede haber desempeñado la maduración del ciclo tecnológico en la desaceleración del comercio en China y en otras importantes economías asiáticas.

**La inflación mundial se mantuvo estable en febrero.** En los países de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), la inflación interanual de los precios de consumo no experimentó variaciones en febrero y permaneció en el 2,1 %, después de registrar varios descensos desde el máximo observado en octubre del año pasado. Si se excluyen los precios de la energía y los

alimentos, la inflación interanual en la OCDE se redujo marginalmente, hasta el 2,1 %. Las tensiones en los mercados de trabajo de importantes economías avanzadas solo se han plasmado, por el momento, en incrementos salariales moderados, lo que sugiere que las presiones inflacionistas subyacentes continúan siendo débiles. De cara al futuro se espera que la inflación permanezca contenida en el corto plazo, así como que la disminución de la capacidad productiva sin utilizar a escala global sostenga la inflación subyacente a medio plazo.

**Los precios del petróleo han seguido aumentando desde mediados de marzo.**

Después de subir a mediados de febrero tras la publicación de datos que mostraban una mejora del cumplimiento, por parte de la OPEP+, de los acuerdos para reducir la oferta, los precios del crudo se han incrementado de nuevo desde principios de marzo, hasta un nivel de unos 70 dólares estadounidenses por barril. Desde que, al final del año pasado, la OPEP+ reajustó el acuerdo firmado hace dos años en un esfuerzo por reducir la oferta de petróleo, la producción total del cartel ha disminuido desde enero de 2019. Además, las sanciones de Estados Unidos contra Irán y Venezuela continuaron afectando a la oferta, efecto que se vio agudizado por los cortes del suministro de electricidad en este último país, lo que lastró la producción. Entre las materias primas no energéticas, los precios de los metales y de los alimentos prácticamente no se han modificado desde principios de marzo.

**La expansión de la economía estadounidense sigue siendo sostenida, pero muestra signos de maduración.** El PIB real de Estados Unidos avanzó a una tasa interanual del 2,2 % en el cuarto trimestre de 2018. Este crecimiento reflejó principalmente la contribución positiva del consumo privado y de la inversión fija no residencial, mientras que la aportación de la demanda exterior neta y del gasto público fue negativa. Aunque el crecimiento total del PIB continúa estando respaldado por unos fundamentos sólidos, la actividad económica habría experimentado una desaceleración en el primer trimestre de este año, habida cuenta de una serie de factores puntuales de carácter adverso —como el cierre parcial de la Administración— y de la heterogeneidad de los últimos datos disponibles. Al mismo tiempo, las presiones inflacionistas se mantienen contenidas, pese a los aumentos salariales. La inflación interanual medida por el IPC disminuyó ligeramente hasta el 1,5 % en febrero, como resultado, sobre todo, del acusado descenso de los precios de la energía. La inflación medida por el IPC, excluidos los precios de la energía y de los alimentos, cayó de forma marginal y se situó en el 2,1 % en febrero. En cambio, en línea con las tensiones observadas en el mercado de trabajo, el salario medio por hora se incrementó un 3,4 %, en tasa interanual, y continuó con la tendencia al alza iniciada en 2015.

**En Japón, la actividad económica se desaceleró a principios de 2019, tras el repunte registrado hacia finales del año pasado.** El PIB real se incrementó un 0,5 %, en términos intertrimestrales, en el cuarto trimestre de 2018, respaldado principalmente por la demanda interna, en particular por la inversión no residencial. Sin embargo, los indicadores de alta frecuencia señalan una ralentización del dinamismo subyacente a comienzos del año. La producción industrial fue muy débil, y actualmente se sitúa por debajo de los niveles observados en el cuarto trimestre de 2018. En términos reales, las exportaciones de bienes en enero y febrero fueron

inferiores, en promedio, a las del año anterior, lo que apunta a que continúa la debilidad de la demanda externa. La inflación medida por los precios de consumo siguió disminuyendo a principios de 2019, debido en gran medida a la evolución de los precios de la energía y los alimentos. La inflación general cayó hasta situarse en el 0,2 %, en tasa interanual, tanto en enero como en febrero, reflejo fundamentalmente de la menor contribución de los precios de la energía y de los acusados descensos de los precios de los alimentos frescos. La inflación subyacente (es decir, excluidos la energía y los alimentos) experimentó un ligero repunte, hasta el 0,3 %.

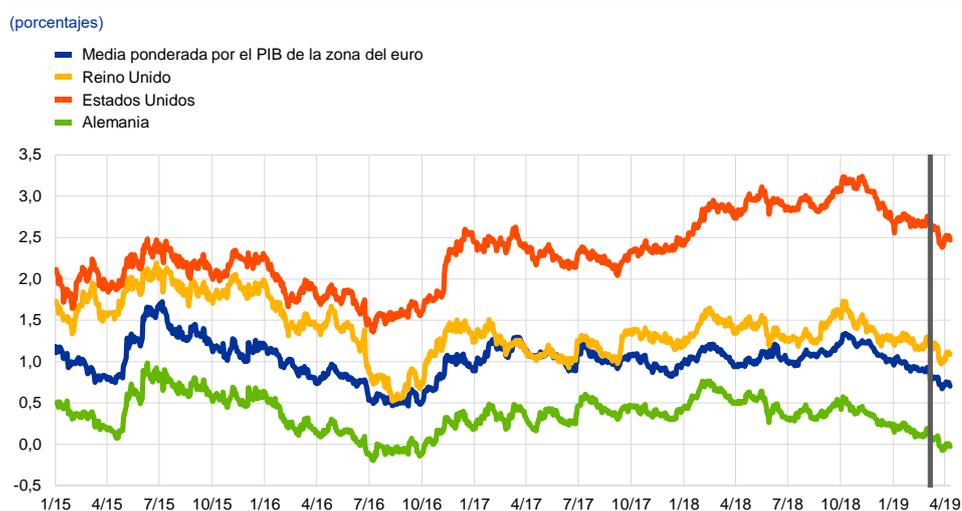
**En el Reino Unido, el avance del PIB registró una acusada desaceleración en el último trimestre de 2018, en un entorno de elevada incertidumbre relacionada con el Brexit.** El crecimiento intertrimestral del PIB real cayó hasta el 0,2 % en el cuarto trimestre del año pasado, tras el vigoroso avance observado en el trimestre anterior. Los indicadores coyunturales sugieren que la expansión del PIB continuó siendo moderada en el primer trimestre de 2019, ya que la elevada incertidumbre relacionada con el Brexit frena el consumo y la inversión. Pese a la pérdida de impulso del crecimiento mundial, las exportaciones del Reino Unido se recuperaron con fuerza en la segunda mitad del año, favorecidas por la ligera depreciación de la libra esterlina. No obstante, la contribución de la demanda exterior neta al crecimiento sigue siendo negativa, ya que el repunte de las importaciones fue aún más pronunciado, en gran parte debido a la acumulación de existencias por parte de las empresas y los consumidores en previsión del Brexit. Después de experimentar un ligero aumento a mediados de 2018, la inflación interanual medida por el IPC ha seguido disminuyendo y en los dos primeros meses de 2019 cayó hasta el 1,8 %, muy por debajo del máximo del 3 % inducido por la depreciación de la moneda británica que se registró un año antes, y refleja tanto la desaparición del impacto de las fuertes subidas anteriores de los precios de importación como los rápidos descensos de los precios de la energía desde el otoño de 2018.

**En China, el crecimiento económico se está estabilizando.** La mayor debilidad de la actividad en el sector de manufacturas se está viendo compensada, en parte, por la fortaleza de los servicios. Durante los dos primeros meses del año, la producción industrial siguió moderándose y el crecimiento de la inversión en activos fijos se recuperó ligeramente, mientras que el de las ventas al por menor en términos nominales se mantuvo vigoroso. Esta evolución heterogénea fue confirmada por los PMI de las manufacturas y los servicios correspondientes al primer trimestre, que señalan la mayor resistencia de los servicios. Al mismo tiempo, la actividad comercial ha mostrado una acusada volatilidad en los últimos meses, reflejando, en cierta medida, distorsiones relacionadas con el Año Nuevo lunar. Tras los débiles datos de febrero, las autoridades esperan una cierta recuperación en marzo. La inflación interanual medida por el IPC cayó hasta situarse en el 1,5 % en febrero, debido a la pronunciada caída de la contribución del componente de alimentos. La inflación excluida la energía y los alimentos también descendió hasta el 1,8 %. Por otra parte, la inflación interanual medida por los precios industriales se mantuvo estable, en el 0,1 %, en febrero, ya que la disminución de los precios del petróleo se vio contrarrestada por el aumento de los precios en el sector extractivo.

## 2 Evolución financiera

**Los rendimientos a largo plazo han disminuido en la zona del euro y en Estados Unidos.** Durante el período de referencia (del 7 de marzo al 9 de abril de 2019), el rendimiento de la deuda soberana a diez años de la zona del euro ponderado por el PIB cayó ligeramente (en torno a 5 puntos básicos), hasta situarse en el 0,72 %, en un contexto de disminución de los tipos de interés libres de riesgo a escala mundial y de volatilidad estable o más reducida en los mercados financieros (véase gráfico 3). El rendimiento de la deuda soberana a diez años retrocedió alrededor de 15 puntos básicos en Estados Unidos y algo menos de 10 puntos básicos en el Reino Unido, y se situó en el 2,50 % y el 1,10 %, respectivamente.

**Gráfico 3**  
Rendimientos de la deuda soberana a diez años



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

Notas: Datos diarios. La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (7 de marzo de 2019). La última observación corresponde al 9 de abril de 2019.

### La evolución de los diferenciales de la deuda soberana de la zona del euro con respecto al tipo OIS libre de riesgo mostró cierta heterogeneidad entre países.

Los diferenciales de rendimiento de la deuda soberana italiana aumentaron 16 puntos básicos, hasta situarse ligeramente por encima del 2,2 %, mientras que los de la deuda española se elevaron 10 puntos básicos, hasta el 0,74 %. Los diferenciales soberanos de Alemania aumentaron marginalmente, en 2 puntos básicos, hasta el -0,34 %, mientras que en el caso de Francia se mantuvieron sin variación en torno a cero. En cambio, los diferenciales de la deuda soberana portuguesa se redujeron 7 puntos básicos, hasta el 0,86 %.

**Los índices bursátiles amplios de la zona del euro repuntaron en un entorno de tipos de interés libres de riesgo más bajos y de volatilidad prácticamente estable.** Durante el período analizado, las cotizaciones del sector bancario y de las sociedades no financieras de la zona del euro registraron un alza del 3,4 % y del 2,9 %, respectivamente. A pesar de algunas sorpresas macroeconómicas negativas, que, en general, provocaron fluctuaciones en las valoraciones de las acciones, las cotizaciones aumentaron durante el período de referencia. Ello se debió

posiblemente a los descensos de los tipos de interés libres de riesgo, en el contexto de expectativas estables e históricamente reducidas entre los participantes en los mercados en relación con la volatilidad futura de estos valores. Entre otros factores, los resultados positivos continuados y la menor preocupación por las tensiones geopolíticas también contribuyeron a sustentar las valoraciones de las acciones.

**Los diferenciales de rendimiento de los valores de renta fija privada de la zona del euro se estrecharon ligeramente durante el período analizado.** Como reflejo de las citadas alzas en las cotizaciones, el diferencial de los valores de renta fija con calificación de grado de inversión de las sociedades no financieras con respecto al tipo libre de riesgo ha experimentado un descenso de alrededor de 10 puntos básicos y se ha situado en 70 puntos básicos desde principios de marzo. Los rendimientos de la deuda del sector financiero también han disminuido, en torno a 12 puntos básicos, hasta los 89 puntos básicos. En conjunto, pese a que los diferenciales de los valores de renta fija privada se encuentran actualmente por encima de los mínimos temporales registrados a principios de 2018, se mantienen unos 30 puntos básicos por debajo de los niveles observados en marzo de 2016, antes del anuncio y la posterior puesta en marcha del programa de compras de bonos corporativos.

**El índice medio del tipo de interés del euro a un día (eonia) se situó, en promedio, en -37 puntos básicos durante el período considerado.** El exceso de liquidez se incrementó unos 6 mm de euros, hasta una cifra aproximada de 1.904 mm de euros.

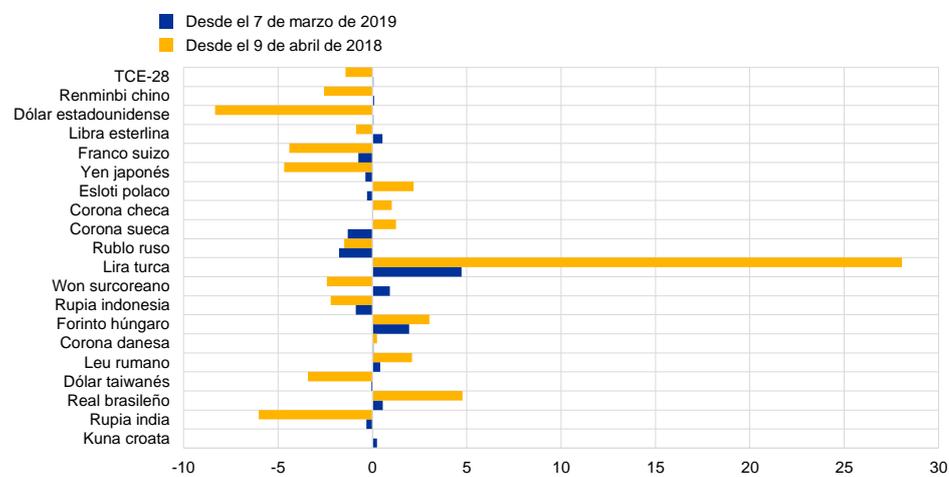
**La curva de tipos *forward* del eonia se desplazó a la baja durante el período analizado.** El movimiento a la baja de la curva alcanzó un máximo de alrededor de 15 puntos básicos en los plazos cercanos a cinco años. En conjunto, la curva se mantiene por debajo de cero en los horizontes anteriores a finales de septiembre de 2022, lo que refleja las expectativas de los mercados de un período prolongado de tipos de interés negativos.

**En los mercados de divisas, el tipo de cambio efectivo del euro se mantuvo sin cambios, en términos generales (véase gráfico 4).** En el período analizado, el tipo de cambio efectivo nominal del euro, medido frente a las monedas de 38 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro, se apreció un 0,1 %. Este comportamiento reflejó un modesto fortalecimiento de la moneda única frente al dólar estadounidense (0,1 %) y al renminbi chino (0,1 %), así como una revalorización más acusada frente a la libra esterlina (0,5 %) y frente a las monedas de la mayoría de los demás Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro (con la excepción de la corona sueca y el esloti polaco). Esta evolución solo se vio ligeramente contrarrestada por la depreciación del euro frente a otras monedas importantes, en especial el yen japonés (0,4 %) y el franco suizo (0,7 %), así como frente a las monedas de algunas economías emergentes.

## Gráfico 4

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

(tasas de variación)



Fuente: BCE.

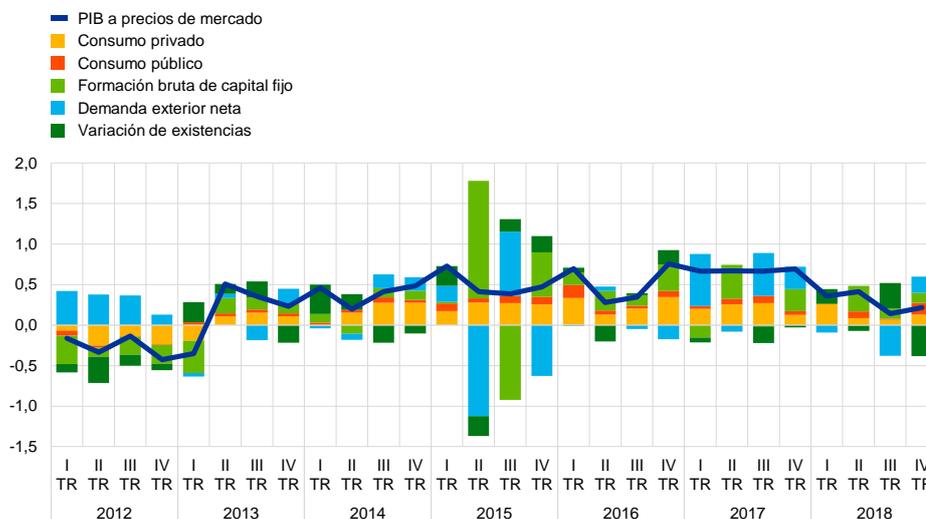
Notas: «TCE-38» se refiere al tipo de cambio efectivo nominal del euro frente a las monedas de 38 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro. Todas las variaciones se han calculado utilizando los tipos de cambio vigentes el 9 de abril de 2019.

### 3 Actividad económica

**El crecimiento de la zona del euro ha seguido desacelerándose, ya que, en general, los últimos datos han sido más débiles de lo previsto en el primer trimestre de 2019.** El PIB real creció un 0,2 %, en tasa intertrimestral, en el último trimestre de 2018, lo que representa un incremento marginal con respecto al trimestre anterior, pero que sigue estando por debajo de la tasa registrada en la primera mitad del año (véase gráfico 5). La demanda interna y la demanda exterior neta contribuyeron positivamente al avance del PIB en el cuarto trimestre, mientras que la variación de existencias tuvo un efecto bastante moderador. En términos anuales, esto se tradujo en un aumento del PIB real del 1,8 % en 2018, muy inferior al crecimiento del 2,4 % registrado el año anterior. Aunque, en general, los indicadores económicos cualitativos se mantienen sólidos en comparación con las medias históricas, han seguido situándose por debajo de las expectativas. Determinadas vulnerabilidades en los sectores manufacturero y de bienes comerciables reflejan un retroceso de la demanda externa, lo que, unido a algunos factores relacionados con países y sectores específicos, sugiere la persistencia de un ritmo de crecimiento débil en el primer trimestre de 2019.

**Gráfico 5**  
PIB real de la zona del euro y sus componentes

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



Fuente: Eurostat.

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

**El gasto en consumo siguió creciendo, aunque a una tasa más baja que en años anteriores.** En el último trimestre de 2018, el consumo privado aumentó un 0,2 %, en términos intertrimestrales, tras registrar una tasa de crecimiento ligeramente más reducida en el trimestre anterior. Los principales factores determinantes de la reciente debilidad del consumo fueron la subida del precio del petróleo en la primera mitad de 2018, los cuellos de botella en las entregas del sector del automóvil, el aumento de la incertidumbre macroeconómica y algunos factores relacionados con países específicos. En términos interanuales, la tasa de avance del consumo fue del 1 % en el cuarto trimestre de 2018, la misma que en el

trimestre anterior. El crecimiento interanual de la renta real disponible de los hogares se aceleró y pasó del 1,5 % en el tercer trimestre de 2018 al 1,7 % en el cuarto trimestre. La renta disponible continúa estando respaldada principalmente por el avance continuado de las rentas del trabajo, lo que refleja la solidez del mercado laboral. En consecuencia, la tasa de ahorro (expresada en media móvil de cuatro trimestres) se incrementó desde el 12 % en el tercer trimestre de 2018 hasta el 12,1 % en el cuarto trimestre.

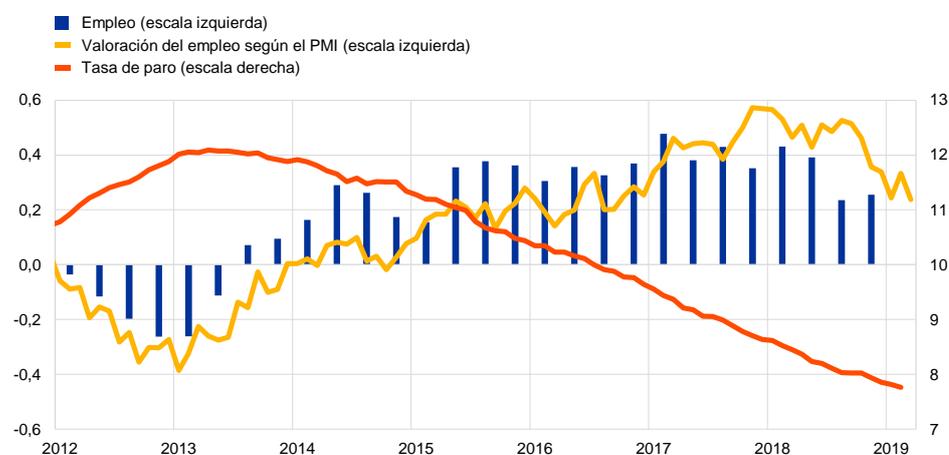
**Los mercados de trabajo de la zona del euro se mantienen vigorosos, pese a experimentar cierta desaceleración.** En el último trimestre de 2018, el empleo aumentó un 0,3 %, tras registrar un avance del 0,2 % en el tercer trimestre. En conjunto, el empleo creció un 1,5 % en 2018. Su expansión se ralentizó ligeramente en la segunda mitad de 2018, pero se mantuvo sólida en comparación con la evolución del crecimiento del PIB. El avance continuado del empleo, junto con un menor crecimiento del PIB en 2018, se tradujo en una moderación del crecimiento de la productividad, tras el ligero repunte observado en 2017. En parte, esto puede obedecer al hecho de que los ajustes del empleo suelen ir a la zaga de las variaciones del producto. Una de las razones puede ser la cautela con la que actúan las empresas en sus decisiones de contratación, debido, en cierta medida, a su limitada flexibilidad para realizar ajustes en los contratos de trabajo a más largo plazo.

**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 % tanto en enero como en febrero de 2019, frente al 7,9 % observado en el último trimestre de 2018. Este dato, junto a los indicadores de opinión sobre el empleo, apunta a que este continuará avanzando, aunque a un ritmo menor.

### Gráfico 6

#### Empleo, valoración del empleo según el PMI y tasa de paro en la zona del euro

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



Fuentes: Eurostat, Markit y cálculos del BCE.

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

### **Se espera que el consumo privado siga registrando tasas de crecimiento**

**robustas.** Los datos recientes sobre el comercio minorista y las matriculaciones de automóviles indican un crecimiento continuado del gasto en consumo en el primer trimestre de este año. Los resultados de las últimas encuestas apuntan a un avance sostenido, aunque más moderado, del empleo, lo que debería seguir impulsando la renta de los hogares y, por tanto, el gasto en consumo. Además, la riqueza neta de los hogares continuó aumentando en el cuarto trimestre de 2018, favoreciendo más el consumo privado. Si se consideran conjuntamente, estos factores deberían explicar la razón por la que, en el primer trimestre de 2019, la confianza de los consumidores se recuperó parcialmente de la caída registrada a lo largo de 2018 y se mantuvo muy por encima de su media de largo plazo.

### **La inversión empresarial se ralentizó en el cuarto trimestre de 2018, y los indicadores coyunturales apuntan a una posible desaceleración adicional en el primer trimestre de 2019.**

Pese a mantenerse en niveles positivos, la tasa de crecimiento intertrimestral de la inversión, excluida la construcción, se redujo desde el 1 % en el tercer trimestre de 2018 hasta el 0,4 % en el cuarto trimestre. Los indicadores coyunturales disponibles para el primer trimestre de 2019 también señalan un crecimiento más débil. En comparación con el cuarto trimestre de 2018, los datos disponibles para dicho trimestre sugieren una caída de la producción de bienes de equipo, lo que refleja también el deterioro de la confianza industrial, así como el aumento de la volatilidad financiera. Como nota más positiva, la utilización de la capacidad productiva continúa siendo elevada, lo que apunta a restricciones de oferta que podrían hacer necesaria una mayor inversión. De cara al futuro, se espera que la dinámica de la inversión se mantenga moderada. Se prevé que, a medida que madure el ciclo económico, se ralentice la inversión empresarial, y que la demanda interna y externa se debilitarán. En este contexto, el análisis de las carteras de pedidos exteriores y las expectativas de producción del sector de bienes de equipo señalan una persistente debilidad en el período transcurrido de 2019. En cambio, mientras que el crecimiento de los beneficios (es decir, los recursos internos para la inversión) se ralentizó, las entidades de crédito continuaron indicando que la demanda neta de préstamos con fines de inversión había sido positiva en el primer trimestre de 2019.

### **El comercio de la zona del euro recobró cierto impulso a principios de 2019, pero, atendiendo a los indicadores adelantados, este impulso podría ser breve.**

Según los últimos datos nominales intermensuales (correspondientes a enero de 2019), las exportaciones dentro de la zona del euro se recuperaron, con un aumento del 1,5 % en tasa intermensual, tras registrar una disminución del 0,6 % en diciembre de 2018. Las exportaciones a países no pertenecientes a la zona se aceleraron, un 0,8 % en tasa intermensual, frente al 0,3 % observado en diciembre de 2018. El crecimiento de las importaciones totales se mantuvo débil en enero de 2019 y se situó en el 0,3 %, en términos intermensuales, frente al 0,1 % de diciembre del año anterior. Los flujos comerciales dentro y fuera de la zona del euro avanzaron al mismo ritmo. Aunque el comercio de bienes de la zona del euro se fortaleció a principios de 2019, la recuperación fue insuficiente para propiciar un crecimiento mayor durante el primer trimestre. Más adelante, se espera que se mantenga la debilidad del comercio de la zona del euro en la primera parte de 2019.

**Los últimos indicadores económicos sugieren una moderación considerable del ritmo de expansión económica.**

La producción industrial (excluida la construcción) repuntó en el primer trimestre de 2019. Por primera vez desde 2017 se observaron señales positivas en la producción, que experimentó un ligero incremento del 0,4 %, en términos intertrimestrales, frente a una caída del 1,2 % en el cuarto trimestre de 2018. Los indicadores de opinión apuntan a una desaceleración del crecimiento a corto plazo. El índice PMI compuesto de producción se situó, en promedio, en 51,5 en el primer trimestre de 2019, frente a un valor de 52,3 en el cuarto trimestre del año anterior. Al mismo tiempo, el indicador de sentimiento económico (ESI) de la Comisión Europea descendió desde 108,9 en el cuarto trimestre de 2018 hasta un promedio de 106,0 en el primer trimestre de 2019. El ESI se mantuvo por encima de su media de largo plazo, pero el PMI permaneció entre el umbral de 50 (que separa la contracción de la expansión de la actividad) y su media histórica de 52,9.

**Esta moderación refleja, en parte, una desaceleración de la demanda externa, agravada por varios factores relacionados con países y sectores específicos.**

Aunque el impacto sobre la actividad económica de algunos factores idiosincrásicos que afectan a países y sectores concretos está desapareciendo, las dificultades observadas a escala mundial siguen lastrando el crecimiento de la zona del euro y la recuperación es débil. En general, se espera que el ritmo de crecimiento continúe siendo lento.

**De cara al futuro, las medidas de política monetaria del BCE seguirán sosteniendo la demanda interna.**

El consumo privado se sustenta en las buenas condiciones del mercado laboral y en el aumento continuado del empleo. La inversión residencial debería seguir mejorando, respaldada por la creciente riqueza de los hogares. Se espera que la inversión empresarial continúe creciendo, aunque a un ritmo lento, como resultado de la elevada utilización de la capacidad productiva y de unas condiciones de financiación favorables. Además, si bien las perspectivas del comercio mundial se han debilitado, se prevé que continúe la expansión de la actividad global. Los resultados de la última [encuesta a expertos en previsión económica del BCE](#), realizada en abril de 2019, muestran que las previsiones del sector privado sobre el crecimiento del PIB para 2019 y 2020 se han revisado a la baja en 0,3 y 0,1 puntos porcentuales, respectivamente, en relación con la encuesta anterior, llevada a cabo a finales de enero. Al mismo tiempo, la cifra para 2021 permanece inalterada en el 1,4 %.

**Los riesgos para las perspectivas de crecimiento de la zona del euro siguen apuntando a la baja.**

Ello refleja la persistencia de incertidumbres asociadas a factores geopolíticos, la amenaza del proteccionismo y las vulnerabilidades en los mercados emergentes.

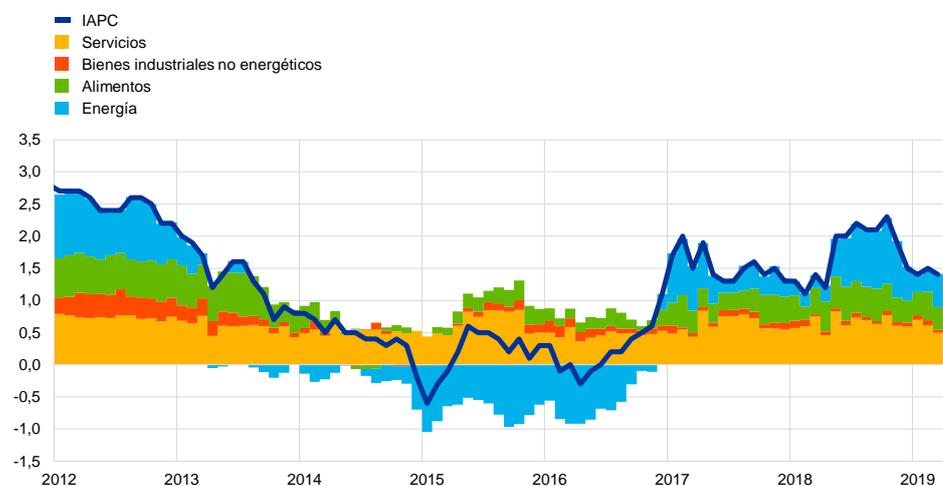
## 4 Precios y costes

Según la estimación de avance de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro se redujo hasta el 1,4 % en marzo de 2019, desde el 1,5 % registrado en febrero (véase gráfico 7). Este descenso se produjo a pesar del aumento de la inflación de los precios de la energía y reflejó la disminución de la tasa de variación de los precios de los alimentos y, en especial, la menor inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos.

### Gráfico 7

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

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Las últimas observaciones corresponden a marzo de 2019 (estimaciones de avance). Las tasas de crecimiento correspondientes a 2015 están distorsionadas al alza debido a un cambio metodológico (véase el recuadro 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», *Boletín Económico*, número 2, BCE, 2019).

### Los indicadores de la inflación subyacente permanecieron, en general, en niveles moderados y mantuvieron su relativa estabilidad reciente.

La inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, descendió hasta situarse en el 0,8 % en marzo, desde el 1 % registrado en febrero. La medida en que este descenso se vio afectado por la evolución de los precios más volátiles —por ejemplo, los correspondientes a servicios relacionados con turismo y viajes, y a los artículos de vestir— o por las fechas de las vacaciones de Semana Santa solo puede valorarse con la publicación de la desagregación completa del IAPC. Otras medidas de la inflación subyacente, como el indicador PCCI (componente persistente y común de la inflación) y el indicador *Supercore* (inflación «supersubyacente»)<sup>1</sup>, que solo están disponibles para el período transcurrido hasta febrero, señalaron también que persistirá la estabilidad general observada en los últimos meses. No obstante, todas las medidas estadísticas y 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

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

inflación subyacente se incrementen de forma gradual, impulsados por el mayor crecimiento de los salarios y por el repunte observado en la tasa de variación de los precios de producción internos.

**Las presiones inflacionistas a lo largo de la cadena de producción sobre el componente de bienes industriales no energéticos del IAPC siguieron creciendo.** Este aumento se observa en las fases posteriores de la cadena de producción; por su parte, la tasa de variación de los precios de producción internos de los bienes de consumo no alimenticio siguió incrementándose hasta situarse en el 1,1 % en febrero, la tasa más elevada desde marzo de 2012 y dos veces superior a su media histórica. La tasa de avance de los precios de importación de los bienes de consumo no alimenticio también continuó creciendo y alcanzó el 1,2 % en febrero, frente al 0,8 % observado en enero. En las fases muy iniciales del proceso de formación de precios, las presiones inflacionistas se recuperaron ligeramente; las tasas de variación interanual de los precios del petróleo y de las materias primas no energéticas volvieron a situarse en niveles positivos en febrero y siguieron aumentando en marzo.

**La evolución reciente del crecimiento de los salarios continúa corroborando la percepción de una acumulación gradual de presiones internas de costes.** La tasa de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado fue del 2,2 % en el cuarto trimestre de 2018 y se mantuvo por encima de su media de largo plazo. El descenso con respecto al 2,5 % registrado en el trimestre anterior estuvo relacionado con pagos extraordinarios efectuados en ese trimestre. Como el crecimiento de los salarios negociados siguió aumentando, desde el 2,1 % registrado en el tercer trimestre de 2018 hasta el 2,2 % del cuarto trimestre, la caída del crecimiento de la remuneración por asalariado se reflejó en una disminución de la deriva salarial. 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.

**El impacto de las crecientes presiones de los costes laborales sobre la evolución general de los precios internos se vio amortiguado por los márgenes empresariales.** Las presiones inflacionistas reflejadas en los costes laborales unitarios continuaron intensificándose en el cuarto trimestre de 2018, debido, principalmente, al debilitamiento continuado del crecimiento de la productividad del trabajo. Con todo, la tasa de variación interanual del deflactor del PIB se mantuvo relativamente estable, oscilando entre el 1,3 % y el 1,5 % en 2018, dado que la moderación general del impulso cíclico de la economía, junto con el deterioro de la relación real de intercambio (relacionado, en particular, con las anteriores subidas de los precios del petróleo), lastró la evolución de los márgenes empresariales.

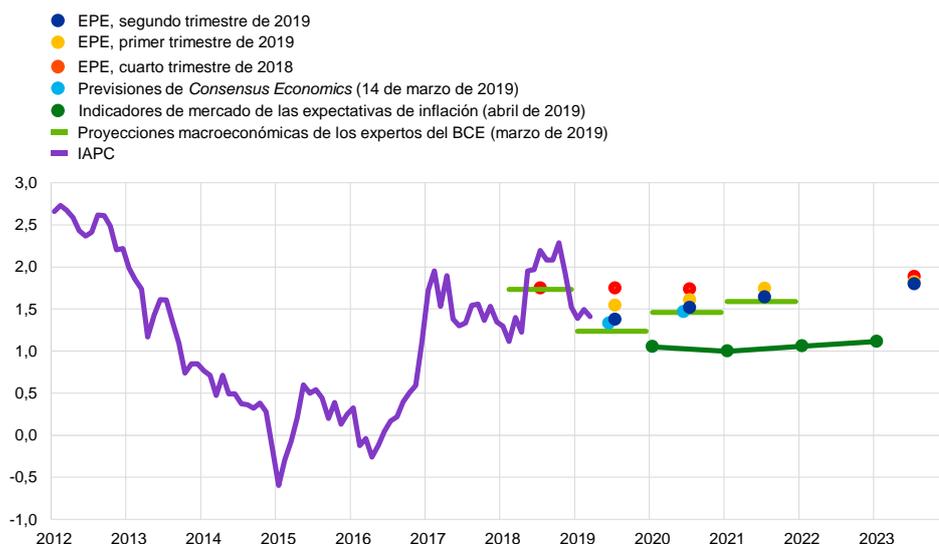
**Los indicadores de mercado de las expectativas de inflación a largo plazo registraron un descenso, mientras que los indicadores de opinión se mantuvieron estables.** El tipo *swap* de inflación a cinco años dentro de cinco años se situó en el 1,36 %, unos 15 puntos básicos por debajo del nivel observado a principios de marzo (véase gráfico 8). Aunque este nuevo descenso continúa la

tendencia a la baja que comenzó en noviembre de 2018, la probabilidad neutral al riesgo de que la inflación sea negativa en los cinco próximos años, implícita en los mercados de opciones de inflación, sigue siendo insignificante. Sin embargo, el perfil a futuro de los indicadores de mercado de las expectativas de inflación continúa señalando un período prolongado de inflación reducida, con un retorno solo muy gradual hacia niveles de inflación inferiores, aunque próximos, al 2 %. Los resultados de la [encuesta del BCE a expertos en previsión económica \(EPE\) correspondiente al segundo trimestre de 2019](#) sitúan las expectativas de inflación para la zona del euro, en promedio, en el 1,4 % en 2019, el 1,5 % en 2020 y el 1,6 % en 2021. Estas cifras representan revisiones a la baja de 0,1 puntos porcentuales para cada uno de esos años con respecto a la encuesta anterior, debido, sobre todo, a unas perspectivas de crecimiento más débiles y a sorpresas a la baja en la inflación reciente. Según la EPE, las expectativas de inflación a largo plazo para la zona del euro se mantuvieron, en promedio, en el 1,8 %.

### Gráfico 8

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

(tasas de variación interanual)



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

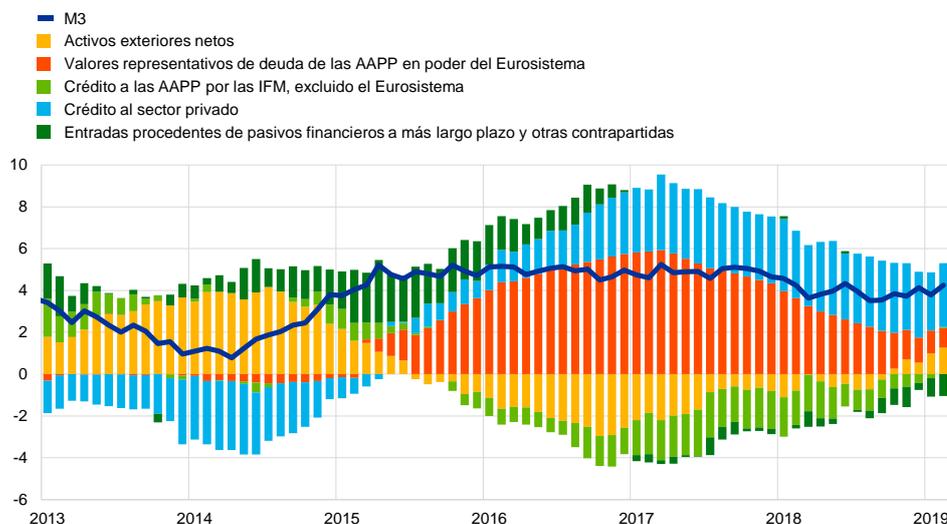
Notas: La encuesta EPE correspondiente al segundo trimestre de 2019 se realizó entre el 18 y el 22 de marzo de 2019. La curva implícita en los mercados se basa en la tasa de inflación a un año y en la tasa de inflación *forward* a un año dentro de un año, la tasa de inflación *forward* a un año dentro de dos años, la tasa de inflación *forward* a un año dentro de tres años y la tasa de inflación *forward* a un año dentro de cuatro años. Las últimas observaciones relativas a la inflación implícita en los mercados corresponden al 9 de abril de 2019.

## 5 Dinero y crédito

**El crecimiento del agregado monetario amplio repuntó en febrero.** La tasa de crecimiento interanual de M3 aumentó hasta el 4,3 % en febrero, desde el 3,8 % de enero, por lo que continuó fluctuando en torno a las tasas observadas desde principios de 2018 (véase gráfico 9). La eliminación gradual de las compras netas de activos a finales de 2018 ha significado un menor impacto positivo del programa de compra de activos (APP, por sus siglas en inglés) sobre el crecimiento de M3. La tasa de crecimiento interanual de M1 —el componente que más contribuyó al avance del agregado monetario amplio— se incrementó hasta el 6,6 % en febrero (desde el 6,2 % observado en enero). Dado que el crecimiento de M1 real tiende a ir alrededor de un año adelantado con respecto al crecimiento del PIB real (véase el recuadro 4, titulado «La capacidad predictiva de M1 real sobre la actividad económica real de la zona del euro»), esta evolución es acorde con la actual moderación de la actividad económica real. De cara al futuro, el nivel que registra el crecimiento de M1 real en estos momentos indica una reducida probabilidad de recesión en la zona del euro en el próximo año.

**Gráfico 9**  
M3 y sus contrapartidas

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



Fuente: BCE.

Notas: El crédito al sector privado comprende los préstamos concedidos por las IFM al sector privado y las tenencias de las IFM de valores emitidos por el sector privado de la zona del euro, excluidas 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 febrero de 2019.

**El crecimiento de M3 mantuvo su fortaleza frente a la menor contribución del APP.** En lo que respecta a las contrapartidas, la aportación positiva al crecimiento de M3 de los valores representativos de deuda de las Administraciones Públicas en poder del Eurosistema volvió a disminuir (véanse las barras de color rojo del gráfico 9), en el contexto de la citada eliminación gradual de las adquisiciones netas en el marco del APP. Hasta octubre de 2018, esta menor contribución se vio compensada, en gran medida, por un aumento de la aportación del crédito al sector privado (véanse las barras de color azul del gráfico 9). Si bien el crédito a

este sector ha continuado siendo el principal impulsor del crecimiento del agregado monetario amplio en los últimos meses, su contribución se ha estancado. Desde octubre de 2018, la aportación cada vez más positiva de los activos exteriores netos (véanse las barras de color amarillo del gráfico 9) —que refleja, entre otras cosas, la menor preferencia de los inversores de la zona del euro por los activos en el exterior— y el menor lastre del crédito a las Administraciones Públicas por parte de las instituciones financieras monetarias (IFM) de la zona del euro, excluido el Eurosistema (véanse las barras de color verde claro del gráfico 9), han contribuido a la fortaleza del crecimiento de M3. Al mismo tiempo, el incremento de las emisiones de valores representativos de deuda a más largo plazo de las IFM ha frenado ligeramente la creación de dinero (véanse las barras de color verde oscuro del gráfico 9).

**Tras registrar un descenso en enero, el crecimiento interanual de los préstamos al sector privado volvió a aumentar en febrero.** La tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las IFM al sector privado (ajustados de titulizaciones, otras transferencias y centralización nocial de tesorería [*notional cash pooling*]) se incrementó hasta el 3,2 % en febrero, desde el 3 % de enero (véase gráfico 10). Este ascenso obedeció a la aceleración de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a sociedades no financieras, que pasó del 3,4 % en enero al 3,7 % en febrero, debido principalmente a un efecto base. Más allá de la volatilidad a corto plazo, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a sociedades no financieras ha seguido una senda de moderación en los últimos meses, en línea con una reacción retardada típica frente a la ralentización de la actividad económica observada desde principios de 2018. Al mismo tiempo, la tasa de avance interanual de los préstamos a hogares se mantuvo estable en el 3,3 % en febrero. La expansión del crecimiento de los préstamos se ha visto favorecida por el significativo descenso de los tipos de interés del crédito bancario observado en toda la zona del euro desde mediados de 2014 (sobre todo como consecuencia de las medidas de política monetaria no convencionales del BCE) y por la mejora general de la oferta y la demanda de préstamos bancarios. Además, las entidades de crédito han avanzado en el saneamiento de sus balances, aunque el nivel de préstamos dudosos sigue siendo elevado en algunos países y puede limitar la concesión de crédito<sup>2</sup>.

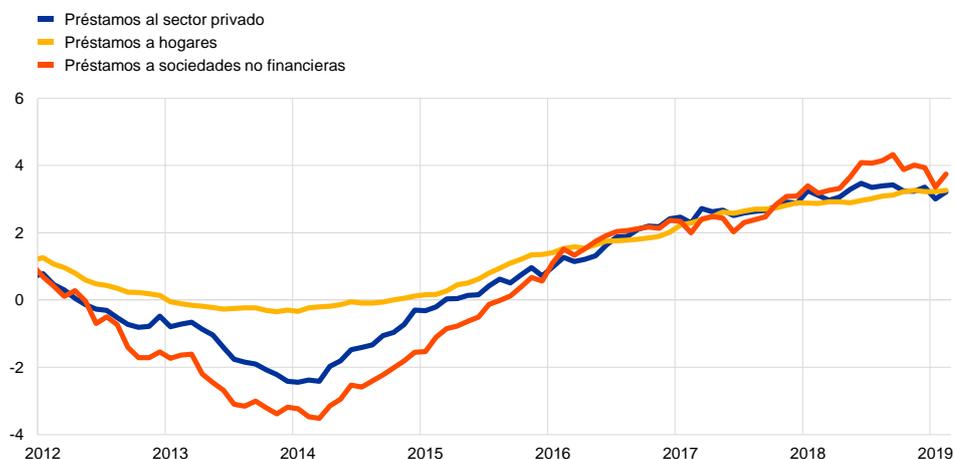
---

<sup>2</sup> Véase también el capítulo 3 del informe «[Financial Stability Review](#)», BCE, noviembre de 2018.

## Gráfico 10

### Préstamos al sector privado

(tasa de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

**Según la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de abril de 2019, el crecimiento del crédito siguió estando respaldado por las favorables condiciones generales de concesión del crédito bancario y por la creciente demanda de préstamos para adquisición de vivienda.** Los criterios de

aprobación de los préstamos a empresas apenas variaron en el primer trimestre de 2019. Esta evolución fue algo más favorable de lo esperado por las entidades de crédito en la encuesta anterior. Al mismo tiempo, los criterios de concesión de los préstamos a hogares se endurecieron. El coste de financiación y la disponibilidad de fondos de las entidades contribuyeron al endurecimiento de los criterios de aprobación en todas las categorías de préstamos, mientras que la presión de la competencia siguió favoreciendo la relajación de esos criterios. La demanda neta de préstamos a empresas se mantuvo estable en el primer trimestre de 2019, tras haber aumentado desde el segundo trimestre de 2015, y se sustentó fundamentalmente en el bajo nivel general de los tipos de interés. Mientras tanto, la demanda neta de préstamos para adquisición de vivienda continuó incrementándose en el primer trimestre de 2019, impulsada también, sobre todo, por el reducido nivel general de los tipos de interés. Las entidades de crédito de la zona del euro confirmaron nuevamente que el programa de compra de activos del BCE había tenido un efecto positivo sobre su liquidez y sobre sus condiciones de financiación en los mercados y un impacto negativo en su rentabilidad en los seis meses anteriores, que incluyeron las compras netas de activos del Eurosistema hasta diciembre de 2018. El APP propició la relajación de las condiciones de crédito y tuvo un impacto positivo sobre los volúmenes de préstamo. Además, si bien el tipo de interés negativo de la facilidad de depósito del BCE tuvo un efecto adverso sobre los ingresos netos por intereses de las entidades, siguió respaldando el crédito.

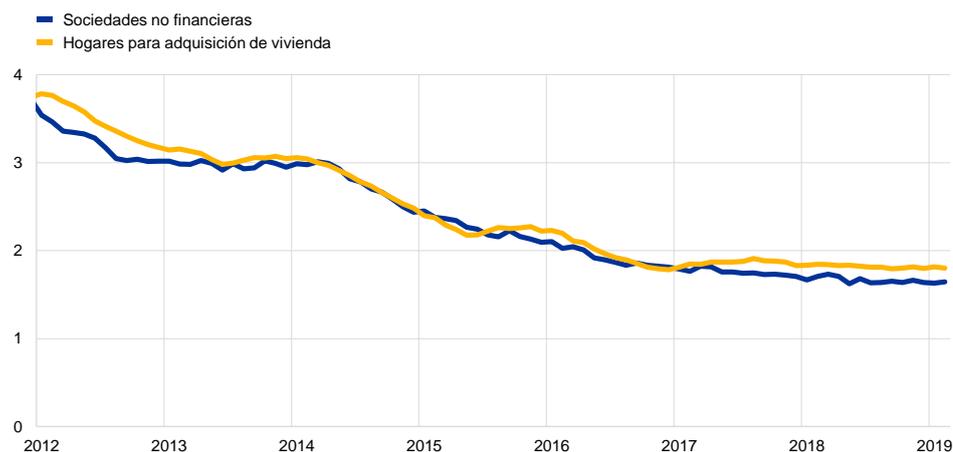
**El nivel muy favorable de los tipos de interés del crédito continuó sosteniendo el crecimiento económico de la zona del euro.** En febrero de 2019, el tipo de interés sintético de los préstamos bancarios otorgados a las sociedades no

financieras se mantuvo prácticamente estable, en el 1,65 %, un nivel próximo al mínimo histórico registrado en mayo de ese año, y el de los préstamos para adquisición de vivienda permaneció sin variación en el 1,80 %, una cota también cercana al mínimo histórico de diciembre de 2016 (véase gráfico 11). Los tipos sintéticos de los préstamos bancarios concedidos a las sociedades no financieras y a los hogares han disminuido considerablemente y en mayor medida que los tipos de interés de referencia del mercado desde que el BCE anunció medidas de expansión crediticia en junio de 2014. La reducción de los tipos de los préstamos bancarios otorgados a las sociedades no financieras y a las pequeñas empresas (suponiendo que los créditos de hasta 250.000 euros se conceden sobre todo a pequeñas empresas) fue especialmente significativa en los países de la zona del euro más expuestos a la crisis financiera, lo que indica una transmisión más homogénea de la política monetaria a los tipos de interés de los préstamos bancarios en toda la zona del euro y en todos los tamaños de empresas.

### Gráfico 11

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

(porcentajes)



Fuente: BCE.

Notas: Los tipos de interés sintéticos de los préstamos bancarios se calculan agregando los tipos a corto y a largo plazo utilizando una media móvil de 24 meses del volumen de nuevas operaciones. La última observación corresponde a febrero de 2019.

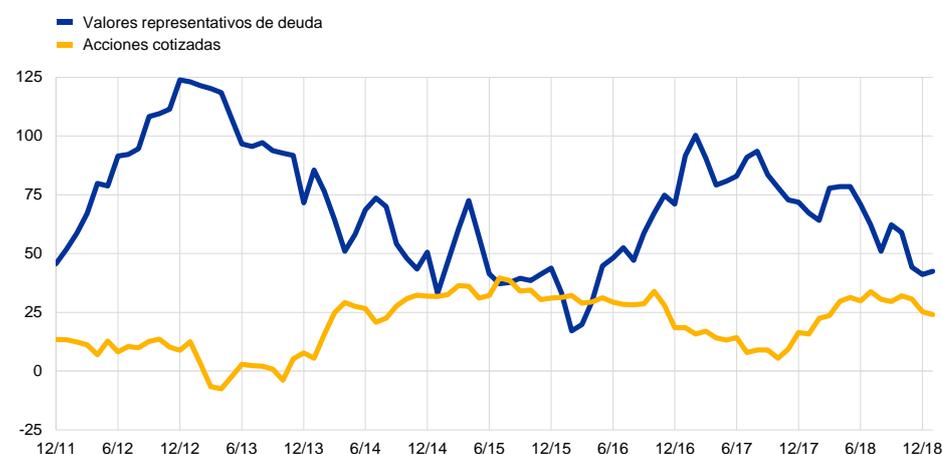
**En enero de 2019, las emisiones netas de valores representativos de deuda por parte de las sociedades no financieras de la zona del euro recuperaron parte del descenso observado en el último trimestre de 2018.** Los datos más recientes del BCE señalan que, en términos netos, los flujos totales de valores representativos de deuda emitidos por las sociedades no financieras pasaron a ser positivos nuevamente en enero de 2019, tras los valores negativos de los dos últimos meses de 2018. Estos resultados están en línea con los patrones estacionales observados en los últimos años, en los que las emisiones han tendido a repuntar a principios de año, tras registrar un período de debilidad en los últimos meses del año anterior. Desde una perspectiva más a medio plazo (véase gráfico 12), los flujos interanuales de valores representativos de deuda se situaron ligeramente por encima de los 40 mm de euros en enero de 2019, cerca del nivel en el que estos flujos parecen haberse estabilizado desde noviembre de 2018. Los

datos de mercado disponibles sugieren que los flujos netos de valores representativos de deuda emitidos continuaron siendo relativamente intensos en febrero, pero se moderaron en marzo de 2019, si bien manteniéndose en niveles positivos. En enero de 2019, las emisiones netas totales de acciones cotizadas por parte de las sociedades no financieras prolongaron la caída con respecto a su máximo más reciente, registrado en el verano de 2018. Sin embargo, los flujos interanuales de las emisiones netas de acciones cotizadas continuaron siendo elevados, y se mantuvieron próximos a los niveles observados en 2014.

### Gráfico 12

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

(flujos interanuales en mm de euros)



Fuente: BCE.

Notas: Cifras mensuales basadas en un período móvil de doce meses. La última observación corresponde a enero de 2019.

#### Los costes de financiación de las sociedades no financieras de la zona del euro disminuyeron ligeramente en enero de 2019 con respecto al nivel registrado a finales del año anterior.

El coste nominal total de la financiación externa de las sociedades no financieras, que incluye préstamos bancarios, emisiones de deuda en el mercado y financiación mediante acciones, se redujo hasta el 4,7 % en enero y, según las proyecciones, habría seguido cayendo de manera significativa en febrero y en marzo de 2019. Se estima que el coste de financiación se situaría en marzo de este año solo 16 puntos básicos por encima del mínimo histórico de diciembre de 2014 y muy por debajo de los niveles observados en el verano de 2014. El descenso estimado del coste de financiación desde finales del cuarto trimestre de 2018 refleja una disminución tanto del coste de las acciones como del coste de los valores de renta fija, en ambos casos explicada fundamentalmente por la caída del tipo libre de riesgo a largo plazo y, en cierta medida, por el retroceso de las primas de riesgo.