

# Evolución económica y monetaria

## Rasgos básicos

Sobre la base de un análisis detallado de las perspectivas económicas y de inflación para la zona del euro, teniendo en cuenta también las últimas proyecciones macroeconómicas, el Consejo de Gobierno adoptó varias decisiones de política monetaria en su reunión de política monetaria del 6 de junio para respaldar la convergencia de la inflación hacia niveles inferiores, aunque próximos, al 2 %. Aunque los datos referidos al primer trimestre han sido ligeramente mejores de lo esperado, la información más reciente indica que las dificultades observadas a escala mundial siguen lastrando las perspectivas para la zona del euro. La presencia prolongada de incertidumbres, relacionadas con factores geopolíticos, la creciente amenaza del proteccionismo y las vulnerabilidades en los mercados emergentes, está dejándose sentir en el clima económico. Al mismo tiempo, las nuevas mejoras en el empleo y la subida de los salarios continúan apoyando la resiliencia de la economía de la zona del euro y el aumento gradual de la inflación. En este contexto general, el Consejo de Gobierno decidió mantener sin variación los tipos de interés oficiales del BCE y ajustar sus indicaciones sobre la evolución futura de estos tipos para indicar que espera que permanezcan en los niveles actuales al menos hasta el primer semestre de 2020 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. También reiteró sus indicaciones prospectivas sobre reinversiones. Por último, decidió las modalidades de la nueva serie de operaciones trimestrales de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO III, por sus siglas en inglés), en particular sus parámetros de fijación de precios. El Consejo de Gobierno valoró asimismo que, en este momento, la contribución positiva de los tipos de interés negativos a la orientación acomodaticia de la política monetaria y a la convergencia sostenida de la inflación no se ve obstaculizada por posibles efectos colaterales sobre la intermediación bancaria. No obstante, el Consejo de Gobierno seguirá realizando un atento seguimiento del canal de transmisión bancario de la política monetaria y de la pertinencia de adoptar medidas mitigadoras.

## Análisis económico y monetario en el momento de la reunión del Consejo de Gobierno del 6 de junio de 2019

El dinamismo subyacente del crecimiento global continuó moderándose a principios de 2019, pese a la publicación de datos mejores de lo esperado en algunas de las principales economías avanzadas. Los indicadores de opinión señalan que la actividad manufacturera mundial siguió siendo débil, aunque últimamente se ha estabilizado en cierta medida en niveles reducidos, y que la correspondiente a los servicios ha experimentado un deterioro reciente tras un período en el que mostró una capacidad de resistencia relativa. Las proyecciones apuntan a que el crecimiento global disminuirá este año, en un entorno de elevada

incertidumbre política y sobre las políticas económicas —que es cada vez mayor y está frenando la inversión mundial— y de recrudecimiento de las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China. Aunque se espera que estos factores adversos continúen afectando a la actividad y el comercio mundiales este año, se prevé que las medidas adoptadas recientemente proporcionen cierto respaldo más adelante. Por tanto, según las proyecciones, el crecimiento mundial se reducirá en 2019, pero se estabilizará a medio plazo, y el comercio global se debilitará de forma más acusada este año y crecerá en línea con la actividad económica a medio plazo. Se espera que las presiones inflacionistas globales se mantengan contenidas, al tiempo que los riesgos a la baja para la actividad económica mundial han aumentado.

**Los tipos de interés libres de riesgo a largo plazo han disminuido desde la reunión del Consejo de Gobierno de marzo de 2019, en un entorno de expectativas de los mercados de mantenimiento de la orientación acomodaticia de la política monetaria y de resurgimiento de las tensiones comerciales.** Las cotizaciones del sector no financiero han aumentado ligeramente y han mostrado cierta volatilidad, respaldadas por los reducidos tipos de interés libres de riesgo y la mejora de las expectativas de beneficios. Sin embargo, la incertidumbre relacionada con el resurgimiento de las tensiones comerciales está pesando sobre los precios de los activos de riesgo. En los mercados de divisas, el tipo de cambio efectivo del euro se ha apreciado en términos generales.

**La tasa de crecimiento del PIB real de la zona del euro aumentó en el primer trimestre de 2019, hasta situarse en el 0,4 % en términos intertrimestrales, tras la desaceleración observada en la segunda mitad del año pasado en el contexto de una evolución más débil de la demanda externa de la zona del euro.** No obstante, los últimos datos económicos y los resultados de las encuestas más recientes apuntan a un crecimiento ligeramente más bajo en el segundo y tercer trimestre de este año. Ello refleja la actual debilidad del comercio internacional en un entorno de prolongadas incertidumbres a escala mundial, que están afectando, en particular, al sector manufacturero de la zona del euro. Al mismo tiempo, los sectores de servicios y de construcción de la zona están mostrando capacidad de resistencia y el mercado de trabajo continúa mejorando. A más largo plazo, la expansión de la zona del euro seguirá estando apoyada por unas condiciones de financiación favorables, la orientación moderadamente expansiva de la política fiscal de la zona del euro, mejoras adicionales del empleo y subidas salariales, y la expansión continuada de la actividad mundial, aunque a un ritmo algo más lento.

**Esta valoración se refleja, en términos generales, en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de junio de 2019.** Estas proyecciones prevén un crecimiento anual del PIB real del 1,2 % en 2019, el 1,4 % en 2020 y el 1,4 % en 2021. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de marzo de 2019, las perspectivas de crecimiento del PIB real se han revisado al alza en 0,1 puntos porcentuales para 2019 y a la baja en 0,2 y en 0,1 puntos porcentuales para 2020 y 2021, respectivamente. Los riesgos para las perspectivas de crecimiento de la zona del euro siguen apuntando a la baja debido a la prolongada presencia de

incertidumbres relacionadas con factores geopolíticos, la creciente amenaza del proteccionismo y las vulnerabilidades en los mercados emergentes.

**Según la estimación de avance de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro se situó en el 1,2 % en mayo de 2019, tras el 1,7 % registrado en abril, debido principalmente a un menor avance de los precios de la energía y de los servicios.** Teniendo en cuenta los precios actuales de los futuros sobre el petróleo, es probable que la inflación general se reduzca en los próximos meses y vuelva a aumentar hacia finales del año. Aunque los indicadores de la inflación subyacente se mantienen en general en niveles moderados, las presiones de los costes laborales continúan intensificándose y ampliándose, en un contexto de elevada utilización de la capacidad productiva y de tensionamiento de los mercados de trabajo. De cara al futuro, se espera que la inflación subyacente se incremente 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 Eurosistema para la zona del euro de junio de 2019, que sitúan la inflación anual medida por el IAPC en el 1,3 % en 2019, el 1,4 % en 2020 y el 1,6 % en 2021.** En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de marzo de 2019, las perspectivas de inflación medida por el IAPC se han revisado al alza en 0,1 puntos porcentuales para 2019 y a la baja en 0,1 puntos porcentuales para 2020. Se espera que la inflación anual medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, se sitúe en el 1,1 % en 2019, el 1,4 % en 2020 y el 1,6 % en 2021.

**El crecimiento interanual del agregado monetario amplio y de los préstamos al sector privado aumentó en abril de 2019.** El crecimiento del agregado monetario amplio (M3) se situó en el 4,7 % en abril de 2019, tras el 4,6 % registrado en marzo. Las tasas sostenidas de crecimiento de M3 reflejan la continua creación de crédito bancario para el sector privado y el bajo coste de oportunidad de mantener M3. Asimismo, el crecimiento de este agregado mantuvo su fortaleza frente a la menor contribución automática de las compras netas realizadas en el marco del programa de compra de activos (APP, por sus siglas en inglés). Al mismo tiempo, las condiciones del crédito continuaron siendo favorables; la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a sociedades no financieras se incrementó hasta el 3,9 % en abril de 2019, desde el 3,6 % de marzo. Las medidas de política monetaria adoptadas por el Consejo de Gobierno, entre las que se incluyen las TLTRO III, contribuirán a mantener unas condiciones de financiación bancaria favorables y continuarán respaldando el acceso a la financiación, en particular de las pequeñas y medianas empresas.

**Se prevé que la orientación general de la política fiscal de la zona del euro siga siendo ligeramente expansiva y que, por tanto, respalte la actividad económica.** Este perfil está determinado, principalmente, por los recortes de los impuestos directos y de las cotizaciones sociales en Alemania y en Francia, aunque también obedece a un crecimiento del gasto relativamente dinámico en otros países.

## 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 permanezcan en los niveles actuales al menos hasta el primer semestre de 2020 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.
- 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 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, en lo que se refiere a las modalidades de la nueva serie de operaciones trimestrales de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO III, por sus siglas en inglés), el Consejo de Gobierno ha decidido que el tipo de interés para cada operación se fijará en un nivel 10 puntos básicos por encima del tipo medio aplicado a las operaciones principales de financiación del Eurosistema durante toda la vida de la TLTRO respectiva. A las entidades para las que la variación neta de sus préstamos computables supere un valor de referencia, el tipo aplicado a las TLTRO III será inferior y podrá ser tan bajo como el tipo de interés medio aplicable a la facilidad de depósito durante toda la vida de la operación más 10 puntos básicos.

Estas decisiones se adoptaron con el objetivo de ofrecer la acomodación monetaria necesaria para que la inflación continúe convergiendo de forma sostenida hacia niveles inferiores, aunque próximos, al 2 % a medio plazo. De hecho, aseguran que las condiciones de financiación sigan siendo muy favorables y respalden la expansión de la zona del euro, el aumento en curso de las presiones inflacionistas internas y, con ello, la evolución de la inflación general a medio plazo. Al mismo tiempo, de cara al futuro, el Consejo de Gobierno tiene la determinación de actuar en caso de contingencias adversas y también 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 subyacente del crecimiento global continuó moderándose a principios de 2019, pese a la publicación de datos mejores de lo esperado en algunas de las principales economías avanzadas. Esta evolución es acorde con los indicadores de opinión, que señalan que la actividad manufacturera mundial siguió siendo débil. Tras un período en el que los servicios mostraron una capacidad de resistencia relativa, la actividad en este sector también ha experimentado un deterioro reciente. Las proyecciones apuntan a que el crecimiento global disminuirá este año, en un entorno de elevada incertidumbre política y sobre las políticas económicas —que es cada vez mayor y está frenando la inversión mundial— y de recrudecimiento de las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China. Aunque se espera que estos factores adversos continúen afectando a la actividad y el comercio mundiales este año, se prevé que las medidas adoptadas recientemente proporcionen cierto respaldo más adelante. Por tanto, según las proyecciones, el crecimiento mundial se reducirá en 2019, pero se estabilizará a medio plazo, y el comercio global se debilitará de forma más acusada este año y crecerá en línea con la actividad económica a medio plazo. Se espera que las presiones inflacionistas globales se mantengan contenidas, al tiempo que los riesgos a la baja para la actividad económica mundial han aumentado.*

### Actividad económica y comercio mundiales

**El dinamismo subyacente del crecimiento global continuó moderándose a principios de 2019, pese a la publicación de datos mejores de lo esperado en algunas de las principales economías avanzadas.** En Estados Unidos, Japón y el Reino Unido, el crecimiento fue mejor de lo esperado en el primer trimestre. Sin embargo, esta evolución fue resultado, en su mayor parte, de factores transitorios. En Estados Unidos y Japón, la actividad económica se vio respaldada por las contribuciones positivas de la demanda exterior neta, que, no obstante, ocultan tasas de crecimiento negativas de las importaciones reales de bienes y servicios. La acumulación de existencias también impulsó el crecimiento, mientras que la demanda interna fue débil. En Estados Unidos, esta debilidad estuvo asociada al cierre parcial de la Administración federal. Los resultados mejores de lo previsto registrados en el Reino Unido reflejaron, en gran medida, el elevado gasto público y la significativa acumulación de existencias por parte de las empresas en el período previo al 29 de marzo, la fecha inicial de retirada del país de la Unión Europea (Brexit). En China, la economía se mantuvo en una senda de desaceleración gradual, amortiguada por las medidas expansivas aplicadas.

**Los indicadores de opinión confirman un debilitamiento gradual del ritmo de crecimiento.** El índice de directores de compras (PMI, por sus siglas en inglés) compuesto global de producción, excluida la zona del euro, se moderó en el primer trimestre de 2019 y siguió deteriorándose en abril y mayo, lo que estuvo asociado principalmente a una evolución más débil en las economías avanzadas, mientras

que las economías emergentes registraron un retroceso de la actividad ligeramente menor. La actividad global en los servicios, que en los últimos meses había mostrado, en general, mayor capacidad de resistencia, disminuyó en mayo, observándose también un nuevo descenso de la actividad manufacturera mundial (véase gráfico 1).

**Gráfico 1**  
PMI compuesto global de producción



Fuentes: Markit y cálculos del BCE.

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

### **Las condiciones financieras globales han sido volátiles en los últimos meses.**

En las economías avanzadas prácticamente no han variado con respecto a los niveles observados cuando se elaboraron las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de marzo de 2019. No obstante, esta estabilidad oculta dos trayectorias divergentes: inicialmente, las condiciones financieras se relajaron en respuesta a las medidas de política monetaria adoptadas en Estados Unidos y en otras economías avanzadas importantes, pero se han endurecido tras los anuncios de nuevos aranceles entre Estados Unidos y China. Esto último también contribuyó al endurecimiento de las condiciones financieras en China y, en menor medida, en otras economías emergentes. Asimismo, las condiciones financieras se han endurecido considerablemente en Turquía en las últimas semanas, debido a una nueva y acusada depreciación de la lira, en un entorno de disminución de las reservas de divisas y de incremento de la incertidumbre política. En los mercados bursátiles internacionales se ha observado una evolución similar. Hasta que se conocieron las noticias sobre los nuevos aranceles, las cotizaciones en estos mercados habían estado aumentando, pero desde entonces han retrocedido, en un contexto de mayor volatilidad.

**Las proyecciones apuntan a que el crecimiento mundial se desacelerará este año, en un contexto de aumento de los factores adversos.** Entre estos factores se incluyen la debilidad de la actividad manufacturera y del comercio a escala global, en un entorno en el que la incertidumbre política y sobre 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 e incrementos del gasto, sigue contribuyendo a impulsar el crecimiento en dicho país este año. En China, la desaceleración de la demanda interna se ha visto amortiguada por las medidas aplicadas, especialmente en el ámbito fiscal. Las recientes medidas de política monetaria implementadas en importantes economías avanzadas han propiciado la relajación de las condiciones financieras globales y han ayudado a limitar el impacto de las incertidumbres en torno a las políticas. Con todo, parece que la reciente intensificación del conflicto comercial entre Estados Unidos y China ha debilitado el efecto positivo de estos factores sobre la demanda.

**Considerando un horizonte más largo, está previsto que, a medio plazo, el crecimiento global se estabilice en niveles relativamente reducidos.** 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 es posible que el apoyo de las políticas vaya disminuyendo de forma progresiva, en un contexto de brechas de producción positivas y de tasas de desempleo bajas. En segundo lugar, se prevé que China prosiga su transición ordenada a una senda de crecimiento más equilibrada, aunque más débil, que sea menos dependiente de la inversión y las exportaciones. Por último, las proyecciones apuntan a que el crecimiento se recuperará en varias economías emergentes importantes que actualmente están inmersas, o lo han estado recientemente, en profundas recesiones. En conjunto, 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 ha continuado siendo sólida, pese a los factores adversos relacionados con el conflicto comercial con China y al entorno exterior menos favorable.** La fortaleza del mercado de trabajo, unas condiciones financieras holgadas y el estímulo fiscal actual siguen sustentando el crecimiento, mientras que se espera que el impacto negativo del cierre parcial de la Administración federal sobre la demanda interna sea temporal. En conjunto, el PIB real creció a una tasa anualizada del 3,1 % en el primer trimestre de 2019, acelerándose desde el 2,2 % del último trimestre del año pasado. Sin embargo, los datos sorprendentemente sólidos sobre crecimiento en el primer trimestre también reflejaron factores transitorios, como las contribuciones positivas de las existencias y la disminución de las importaciones. Al mismo tiempo, la demanda interna se ha reducido, lo que apunta a un crecimiento subyacente débil. La inflación interanual medida por los precios de consumo (IPC) repuntó hasta situarse en el 2 % en abril, desde el 1,9 % del mes anterior, principalmente como consecuencia de la subida de los precios de la energía. El IPC sin energía y alimentos también experimentó un ligero incremento y se situó en el 2,1 % en abril. Se prevé que el crecimiento retorne de forma gradual a la tasa de crecimiento potencial, situada justo por debajo del 2 %, al tiempo que se espera que la tasa de variación de los precios de consumo se mantenga levemente por encima del 2 % a medio plazo.

**En China, el crecimiento ha experimentado una desaceleración gradual.** En el primer trimestre de 2019, el crecimiento interanual del PIB se estabilizó, respaldado por una contribución positiva de la demanda exterior neta dado que las importaciones disminuyeron más que las exportaciones. Al margen de su volatilidad, los indicadores más recientes apuntan a que el ritmo de crecimiento será estable a corto plazo. Se espera que las diversas medidas fiscales y de política monetaria anunciadas y aplicadas por las autoridades chinas últimamente reduzcan la demanda interna y, de este modo, conduzcan a una leve desaceleración de la actividad este año. Se prevé que la reciente intensificación del conflicto comercial con Estados Unidos afecte al comercio, así como que su impacto sobre el crecimiento se vea contenido por las políticas adoptadas. A más largo plazo, se proyecta que los avances en la aplicación de reformas estructurales propicien una transición ordenada a una senda de crecimiento más moderada que sea menos dependiente de la inversión y las exportaciones.

**En Japón, el dinamismo subyacente del crecimiento sigue siendo débil.** En el primer trimestre de 2019, el crecimiento fue del 0,5 % en tasa intertrimestral, un ritmo superior al esperado, debido a la influencia de una serie de factores transitorios, entre ellos una importante contribución positiva de la demanda exterior neta resultante de una acusada contracción de las importaciones que superó la debilidad de las exportaciones. De cara al futuro se espera que la actividad económica retome su senda de crecimiento moderado. La fortaleza del mercado de trabajo y las condiciones financieras todavía favorables continúan prestando apoyo a la actividad, aunque la economía se enfrenta a factores adversos relacionados con la falta de dinamismo de la demanda exterior, especialmente de China y del resto de Asia. Se prevé que los hogares adelanten sus compras en previsión de la subida del impuesto sobre el consumo prevista para octubre de 2019, lo que, a su vez, podría impulsar temporalmente la actividad durante los meses de verano. Además, se espera que las medidas fiscales dirigidas a contrarrestar el impacto negativo del aumento del impuesto sobre el consumo sostengan la demanda en meses posteriores del año. El crecimiento de los salarios sigue siendo moderado —pese al nivel muy elevado de tensionamiento del mercado de trabajo— y las expectativas de inflación se mantienen estables en niveles reducidos, lo que sugiere que la inflación permanecerá muy por debajo del objetivo del 2 % a medio plazo fijado por el Banco de Japón.

**En el Reino Unido, el crecimiento repuntó en el primer trimestre de 2019, debido a los estímulos fiscales y a la intensa acumulación de existencias.** En un contexto en el que a última hora se acordó prorrogar la fecha de salida del Reino Unido de la Unión Europea, prevista desde hacía tiempo, la intensa acumulación de existencias, junto con las medidas de respaldo fiscal y unos datos sobre consumo e inversión privada mejores de lo esperado, se tradujeron en un crecimiento intertrimestral del PIB real en este país del 0,5 % en el primer trimestre, frente a la modesta tasa del 0,2 % registrada en el último trimestre de 2018. La contribución de la demanda exterior neta al crecimiento fue negativa, ya que las importaciones aumentaron a una tasa rara vez observada en los últimos 40 años, debido, en parte, a la acumulación de existencias, mientras que las exportaciones permanecieron

estables. Sin embargo, los indicadores coyunturales al inicio del segundo trimestre apuntan a la continuación de la tendencia subyacente general de desaceleración del ritmo de crecimiento observada desde el referéndum sobre la pertenencia a la UE. La inflación interanual medida por el IPC descendió hasta situarse en el 1,8 % en el primer trimestre de 2019 —ligeramente por debajo del objetivo del 2 % del Banco de Inglaterra—, ya que las fuertes caídas de los precios de la energía se trasladaron a la inflación general. Las mayores presiones de costes de origen interno derivadas del aumento de los costes laborales unitarios en un contexto de mayor crecimiento de los salarios a comienzos de 2019 se han visto contrarrestadas con creces por el descenso de los precios de importación, ya que el impacto de la anterior depreciación de la libra esterlina tras el referéndum continúa disipándose. La inflación medida por el IPC repuntó ligeramente, hasta el 2,1 %, en abril de 2019, en gran parte como consecuencia de la subida de los precios minoristas de la energía, así como de los acusados incrementos de las tarifas aéreas para el período de Semana Santa. A medio plazo se espera que el crecimiento se mantenga por debajo del nivel registrado 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 el ritmo de expansión económica de estos países siga desacelerándose hacia su potencial.

**Las perspectivas relativas a la actividad económica en los grandes países exportadores de materias primas siguen siendo heterogéneas.** Las perspectivas de crecimiento de Rusia dependen de la evolución de los mercados de petróleo mundiales, de la ejecución de políticas fiscales y estructurales, y de las sanciones internacionales bajo las que está operando actualmente la economía de este país. En consecuencia, se espera que el crecimiento experimente una ligera desaceleración a medio plazo. En cambio, en Brasil se prevé que el crecimiento cobre fuerza, sustentado por unas condiciones financieras holgadas. Con todo, las restricciones fiscales existentes y las incertidumbres acerca de la aplicación de la actual agenda de reformas siguen afectando a la inversión.

**En Turquía, la actividad económica se contrajo de forma significativa en el cuarto trimestre de 2018.** Esta contracción refleja los efectos de las turbulencias financieras del verano pasado, de la elevada inflación y de la orientación procíclica de las políticas monetaria y fiscal. La economía retornó a una senda de crecimiento en el primer trimestre de 2019, sostenido por el gasto fiscal y el aumento de los créditos concedidos por bancos públicos en el período previo a las elecciones municipales de marzo. La desaparición esperada del efecto positivo de estos factores, junto con el reciente endurecimiento de las condiciones financieras, podrían ser perjudiciales para la recuperación gradual de la actividad económica prevista para este año.

**El dinamismo del comercio mundial se debilitó de forma significativa en torno al cambio de año.** Su desaceleración fue bastante más pronunciada que la de la actividad global. Esta evolución se explica por el debilitamiento de la actividad inversora global y

por un cambio en el ciclo tecnológico mundial<sup>1</sup>, en un contexto en el que la incertidumbre geopolítica y sobre las políticas es elevada y cada vez mayor, lo que, a su vez, afectó a la producción de las manufacturas y al comercio. El volumen de importaciones mundiales de mercancías, excluida la zona del euro, se contrajo un 0,6 % en marzo, en términos intertrimestrales, confirmando la moderación del dinamismo del comercio en el primer trimestre (véase gráfico 2). Dado que los indicadores de opinión señalan un deterioro adicional de la actividad manufacturera global, es probable que la actual debilidad del comercio mundial continúe en el corto plazo.

**Las negociaciones comerciales bilaterales entre Estados Unidos y China experimentaron un retroceso a principios de mayo.** La Administración estadounidense anunció que incrementaría del 10 % al 25 % los aranceles a las exportaciones chinas por valor de 200 mm de dólares estadounidenses. Originalmente estaba previsto que esta subida se aplicara el 1 de enero de 2019, pero se aplazó en dos ocasiones: inicialmente se retrasó tres meses como resultado de la tregua temporal acordada entre los dos países a principios de diciembre, y se pospuso de nuevo a finales de febrero, en un contexto de avances tangibles en las negociaciones comerciales bilaterales. China respondió elevando los aranceles —de entre el 5 % y el 10 % a entre el 10 % y el 25 %— a las exportaciones estadounidenses por importe de 60 mm de dólares. Por otra parte, se cierre el riesgo de una nueva escalada del conflicto, ya que la Administración estadounidense ha amenazado con imponer aranceles adicionales del 25 % al resto de las importaciones procedentes de China. La perspectiva de nueva intensificación del conflicto comercial entre ambos países ha acrecentado la incertidumbre global y está afectando a la inversión. Además, no puede descartarse la posibilidad de que la Administración de Estados Unidos imponga nuevos aranceles a las importaciones de otros países. Por ejemplo, a mediados de mayo anunció que la aplicación de nuevos aranceles del 25 % a las importaciones de automóviles y de componentes de automóviles —principalmente a las procedentes de la UE y de Japón— se aplazaría hasta seis meses, lo que deja tiempo para las negociaciones comerciales bilaterales entre Estados Unidos y estos socios comerciales.

---

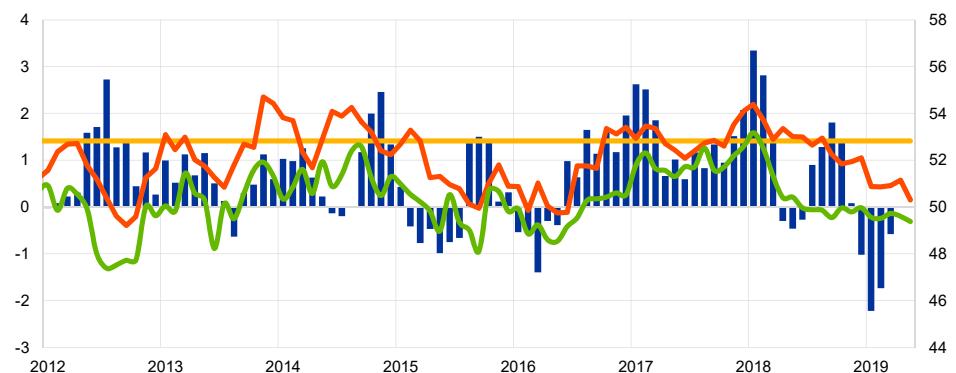
<sup>1</sup> Para más detalles sobre el ciclo tecnológico mundial, véase el recuadro titulado «[Qué significan las señales de maduración del ciclo tecnológico para la economía mundial](#)», *Boletín Económico*, número 3, BCE, 2019.

## Gráfico 2

### Encuestas y comercio mundial de bienes

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

- Importaciones mundiales de mercancías, excluida la zona del euro (escala izquierda)
- Importaciones mundiales de mercancías, excluida la zona del euro, media 1991-2018 (escala izquierda)
- PMI global de producción de las manufacturas, excluida la zona del euro (escala derecha)
- PMI global de nuevos pedidos exteriores, excluida la zona del euro (escala derecha)



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

Nota: Las últimas observaciones corresponden a mayo de 2019 (PMI) y a marzo de 2019 (importaciones mundiales de mercancías).

**Se prevé que el crecimiento económico mundial se debilite este año, antes de estabilizarse a medio plazo.** Según las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de junio de 2019, el crecimiento mundial del PIB real, excluida la zona del euro, se ralentizará hasta el 3,3 % este año, desde el 3,8 % registrado en 2018. Esta evolución refleja el aumento de los factores adversos que afectan al crecimiento global, en un entorno en el que la incertidumbre política y sobre las políticas económicas es elevada y cada vez mayor. En el período 2020-2021, se prevé que la actividad económica mundial se estabilice en el 3,6 %, dado que se espera que la desaceleración (cíclica) en destacadas economías avanzadas y la transición de China a una senda de crecimiento más moderada se vean contrarrestadas por una recuperación en varias economías emergentes importantes. Como los factores adversos para el crecimiento inciden de manera más significativa en los componentes de la demanda intensivos en comercio, como la inversión, las proyecciones señalan que el crecimiento de la demanda externa de la zona del euro experimentará una ralentización más acusada que la actividad global este año y que caerá hasta el 1,7 %, desde el 3,6 % de 2018. Se prevé que las importaciones mundiales aumenten de forma gradual y que crezcan en línea con la actividad global a medio plazo. En comparación con las proyecciones macroeconómicas del BCE de marzo de 2019, el crecimiento del PIB mundial se ha revisado ligeramente a la baja para este año. Al mismo tiempo, el avance de la demanda externa de la zona del euro se ha revisado a la baja de manera más significativa para el horizonte de proyección. Desde una perspectiva geográfica, estas revisiones reflejan unas perspectivas de comercio más débiles de lo esperado para China y el resto de Asia, así como la previsión de menor crecimiento de las importaciones en algunos socios comerciales importantes, entre ellos el Reino Unido y otros países europeos no pertenecientes a la zona del euro.

#### Los riesgos a la baja para la actividad mundial se han intensificado

**últimamente.** Una nueva escalada del conflicto comercial puede plantear un riesgo

para el comercio y el crecimiento globales. Además, un escenario de Brexit «sin acuerdo» podría tener efectos de contagio más negativos, especialmente en Europa. Una desaceleración más acusada de la economía china podría ser más difícil de contrarrestar con medidas de estímulo eficaces y podría plantear un reto para el proceso de reequilibrio en curso en este país. Las correcciones de precios en los mercados financieros podrían afectar de forma significativa a las economías emergentes vulnerables, y una nueva intensificación de las tensiones geopolíticas también podría incidir negativamente en la actividad y el comercio mundiales.

## Evolución mundial de los precios

**Aunque los precios del petróleo han descendido desde abril, recientemente han sido volátiles.** Desde ese mes, los precios del crudo han bajado un 13 %, pero últimamente han exhibido una volatilidad más acusada. Si bien las posibles perturbaciones de oferta mundial de petróleo derivadas de las tensiones geopolíticas, en particular en Oriente Próximo, han generado subidas de los precios de esta materia prima, la inquietud en torno a las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China, y su impacto sobre la demanda mundial, los han presionado a la baja recientemente.

**Según las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de junio de 2019, los precios del petróleo aumentarán en el corto plazo y descenderán durante el horizonte de proyección.** En un contexto de volatilidad a corto plazo, factores de oferta han seguido impulsando los precios del crudo, en particular el acuerdo alcanzado por la OPEP y otros importantes productores de petróleo para reducir la producción. No obstante, una mayor debilidad de la demanda de crudo a escala mundial y una producción de petróleo no convencional (*shale oil*) mayor de la esperada en Estados Unidos también podrían afectar a los precios de esta materia prima. En consecuencia, los supuestos relativos a los precios del petróleo en los que se basan las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de junio de 2019 fueron alrededor de un 10,4 % más altos para este año (y un 7,3 % y un 3,4 % más elevados para 2020 y 2021, respectivamente) en comparación con los supuestos utilizados en las proyecciones macroeconómicas del BCE de marzo de 2019. Sin embargo, desde la fecha límite de recepción de los datos para las proyecciones de junio, el precio del petróleo ha bajado, y el precio del barril de *Brent* se situó en 61 dólares estadounidenses el 5 de junio.

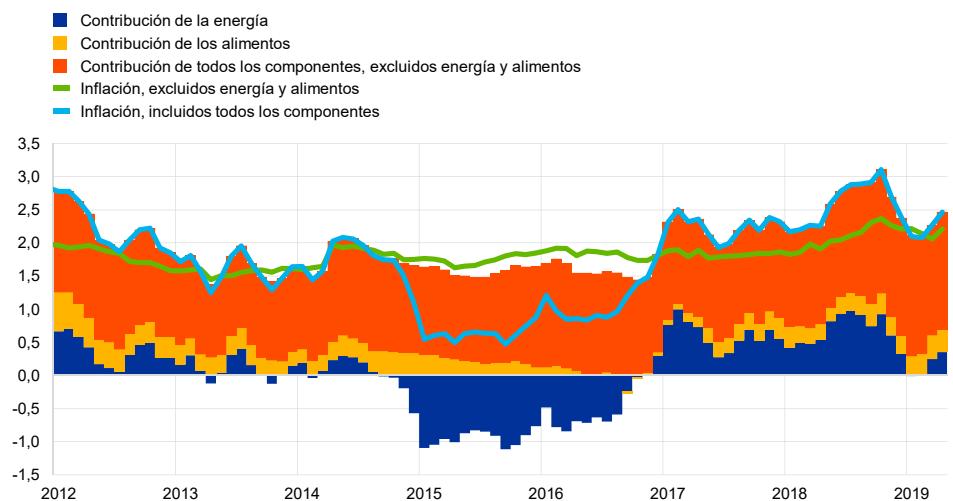
**Las presiones inflacionistas globales se mantienen contenidas.** En los países de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), la inflación interanual medida por los precios de consumo se situó en una media del 2,5 % en abril de 2019, frente al 2,3 % del mes anterior, debido a la mayor contribución del componente energético (véase gráfico 3). La inflación subyacente (excluidos la energía y los alimentos) experimentó un ligero aumento, hasta el 2,2 %, en abril, desde el 2,1 % de marzo. Por ahora, las tensiones observadas en los mercados de trabajo de las principales economías avanzadas se han traducido en subidas solo moderadas de los salarios, lo que sugiere que las presiones inflacionistas subyacentes se mantienen contenidas. No obstante, deberían

recuperarse de forma gradual a lo largo del horizonte de proyección, reflejando la disminución de la holgura en estos mercados.

### 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 abril 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 que se desacelere gradualmente a medio plazo. Esta evolución refleja el impacto de la pendiente descendente de la curva de futuros sobre el precio del petróleo, que se espera que contrarreste las presiones al alza procedentes de la disminución progresiva de la capacidad ociosa a escala mundial.

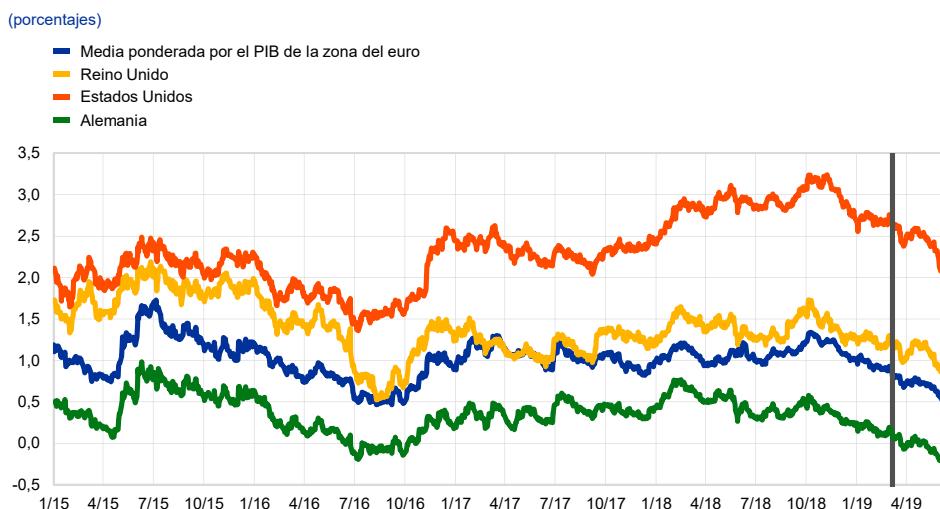
## 2

## 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 marzo de 2019, en un entorno de expectativas de los mercados de mantenimiento de la orientación acomodaticia de la política monetaria y de resurgimiento de las tensiones comerciales. Las cotizaciones del sector no financiero han aumentado ligeramente, en un contexto de cierta volatilidad, respaldadas por los reducidos tipos de interés libres de riesgo y la mejora de las expectativas de beneficios. La incertidumbre relacionada con las tensiones comerciales está pesando sobre los precios de los activos de riesgo. En los mercados de divisas, el tipo de cambio efectivo del euro se ha apreciado.*

**En el período analizado los rendimientos a largo plazo de la zona del euro y de Estados Unidos continuaron el descenso iniciado a finales de 2018.** Durante el período de referencia (del 7 de marzo al 5 de junio 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 31 puntos básicos, hasta situarse en torno al 0,11 %, y el rendimiento de la deuda soberana a diez años de la zona del euro ponderado por el PIB se redujo 27 puntos básicos, hasta el 0,50 % (véase gráfico 4). Los rendimientos de la deuda soberana a diez años de Estados Unidos y del Reino Unido también disminuyeron, en 50 y 32 puntos básicos, respectivamente. La caída de los rendimientos de la deuda a largo plazo a escala global se produjo tras las comunicaciones de la Reserva Federal y del BCE que los participantes en el mercado interpretaron que sugerían el mantenimiento de la orientación acomodaticia de la política monetaria. También refleja el resurgimiento de las tensiones comerciales desde principios de mayo.

**Gráfico 4**  
Rendimientos de la deuda soberana a diez años



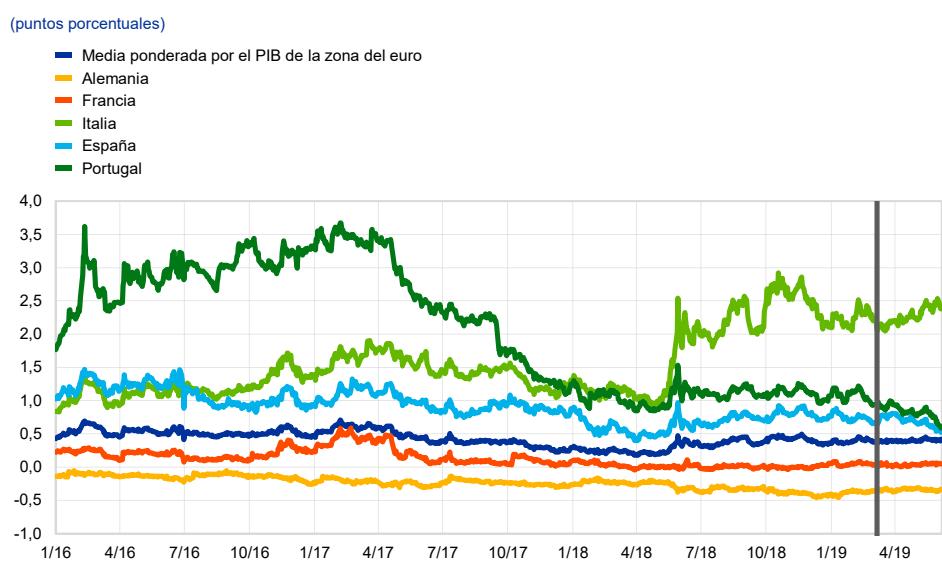
Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

Notas: Datos diarios. La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (7 de marzo de 2019). Las últimas observaciones corresponden al 5 de junio de 2019.

**Los diferenciales de la deuda soberana de la zona del euro con respecto al tipo OIS libre de riesgo se mantuvieron, en general, estables durante el período analizado.** El diferencial de la deuda portuguesa se redujo en 34 puntos básicos en respuesta a la mejora de la situación de las finanzas públicas del país y la posterior elevación de la calificación crediticia otorgada por Standard & Poor's (véase gráfico 5). Los diferenciales de la deuda soberana española registraron una caída total de 12 puntos básicos, tras la ligera volatilidad observada en torno a las elecciones de abril. Entretanto, el diferencial de la deuda de Italia, que siguió siendo volátil y elevado con respecto a los niveles observados antes de las elecciones de 2018, se incrementó en 33 puntos básicos, hasta situarse en 2,38 puntos porcentuales durante el período de referencia. En conjunto, 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 OIS a diez años permaneció prácticamente estable, situándose en 0,39 puntos porcentuales el 5 de junio.

#### Gráfico 5

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



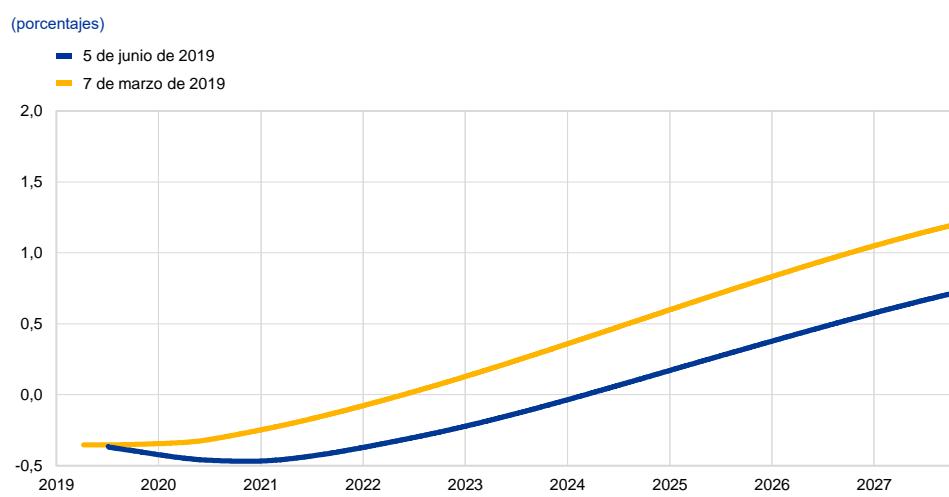
Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

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 (7 de marzo de 2019). Las últimas observaciones corresponden al 5 de junio de 2019.

**El índice medio del tipo de interés del euro a un día (eonia) se situó, en promedio, en el -0,37 % durante el período considerado.** El exceso de liquidez aumentó alrededor de 6 mm de euros, hasta una cifra de 1.904 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 a la baja durante el período analizado.** Al final del período, la curva se situaba por debajo de cero en todos los horizontes anteriores a 2024, 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



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

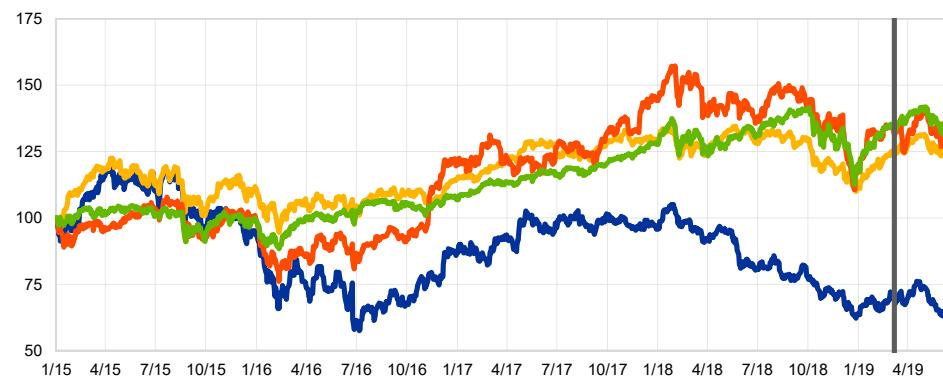
**Las cotizaciones del sector no financiero aumentaron ligeramente en la zona del euro y en Estados Unidos.** Las cotizaciones del sector bancario y de las sociedades no financieras de la zona del euro se incrementaron en la primera parte del período de referencia como resultado de los tipos de interés libres de riesgo más bajos y del mayor optimismo en relación con las perspectivas del comercio mundial. Las sociedades no financieras de la zona del euro también se vieron respaldadas por la mejora de las expectativas de beneficios. Sin embargo, el resurgimiento de las tensiones comerciales desde principios de mayo revirtió gran parte de estas ganancias (véase gráfico 7). En consecuencia, los precios de las acciones de las sociedades no financieras de la zona del euro aumentaron, en general, un 0,5 %, mientras que las cotizaciones del sector bancario retrocedieron un 6,8 %. Se observó una evolución similar en Estados Unidos, donde los precios de las acciones de las sociedades no financieras registraron una subida del 2,3 % y los correspondientes al sector bancario se incrementaron un 0,9 %.

## Gráfico 7

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

(índice: 1 de enero de 2015 = 100)

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



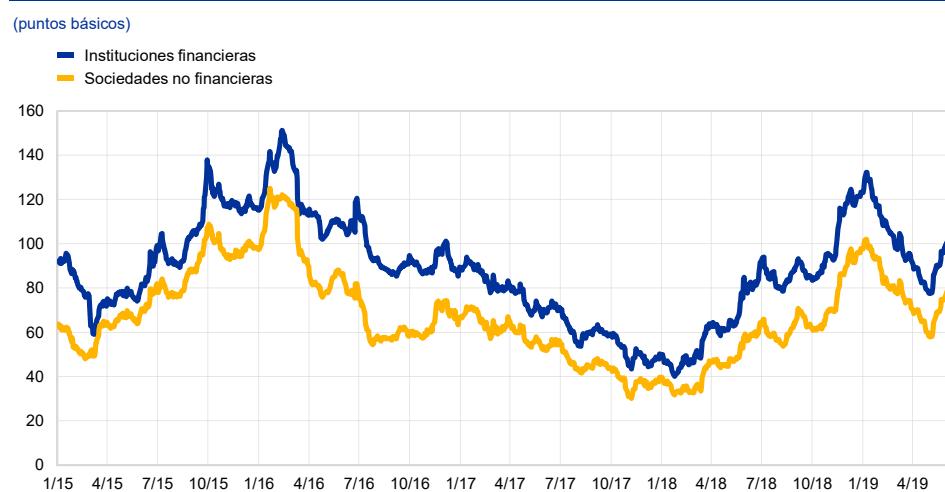
Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

Notas: La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (7 de marzo de 2019). Las últimas observaciones corresponden al 5 de junio de 2019.

**Pese a las grandes variaciones, los diferenciales de los valores de renta fija privada de la zona del euro se mantuvieron básicamente inalterados al final del período analizado.** Los diferenciales de los bonos corporativos de la zona del euro continuaron inicialmente la tendencia descendente que comenzó a principios de este año. Esta tendencia se interrumpió a comienzos de mayo debido a un cambio en la percepción de riesgo, que se tradujo en un fuerte incremento de los diferenciales. En conjunto, 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 disminuyó unos 2 puntos básicos en el período considerado y se situó en 79 puntos básicos (véase gráfico 8). Los rendimientos de la deuda del sector financiero apenas variaron al final del período analizado, con una caída de su diferencial con respecto al tipo libre de riesgo de alrededor de 3 puntos básicos. Los dos diferenciales se mantuvieron significativamente por debajo de los niveles observados a finales de 2018.

## Gráfico 8

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



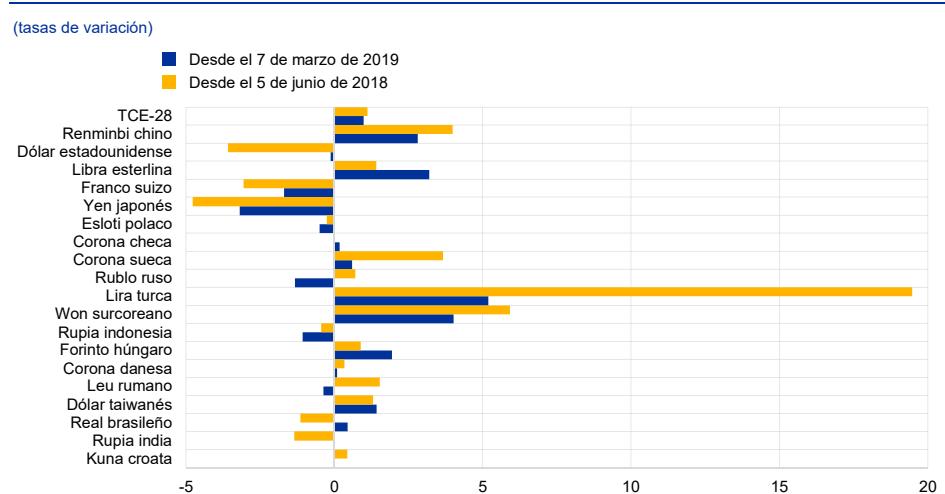
Fuentes: Índices iBoxx y cálculos del BCE.

Notas: La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (7 de marzo de 2019). Las últimas observaciones corresponden al 5 de junio de 2019.

**En los mercados de divisas, el tipo de cambio efectivo del euro se apreció 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 apreció un 1 %. En términos bilaterales, la moneda única se depreció ligeramente frente al dólar estadounidense (0,1 %) y se debilitó frente al yen japonés (3,2 %) y al rublo ruso (1,3 %). El euro se apreció frente al renminbi chino (2,8 %) y a la libra esterlina (3,2 %), y también frente a las monedas de la mayoría de las economías emergentes.

## Gráfico 9

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



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 5 de junio de 2019.

### 3

## Actividad económica

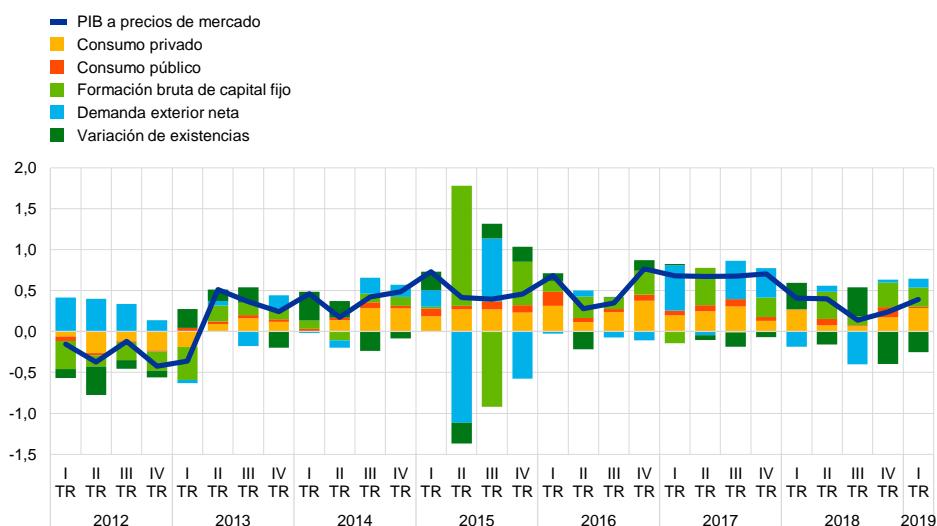
*El crecimiento del PIB real de la zona del euro aumentó en el primer trimestre de 2019, tras la desaceleración observada en la segunda mitad del año pasado en el contexto de una evolución más débil de la demanda externa de la zona del euro. Sin embargo, los últimos datos disponibles y los resultados de las encuestas más recientes apuntan a un ritmo de crecimiento más tenue pero sostenido a corto plazo. Las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosystema para la zona del euro de junio de 2019 prevén un crecimiento anual del PIB real del 1,2 % en 2019, el 1,4 % en 2020 y el 1,4 % en 2021. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de marzo de 2019, las perspectivas de crecimiento del PIB real se han revisado al alza en 0,1 puntos porcentuales para 2019 y a la baja en 0,2 y 0,1 puntos porcentuales para 2020 y 2021, respectivamente.*

**El crecimiento aumentó en el primer trimestre de 2019, debido en gran medida a factores transitorios.** El PIB real registró un avance intertrimestral del 0,4 % en el primer trimestre de 2019, tras crecer, en promedio, un 0,2 % en la segunda mitad de 2018 (para un análisis de los «baches coyunturales» en la zona del euro, véase el recuadro 3). La demanda interna se mantuvo sólida en el primer trimestre de 2019. En concreto, el consumo privado y la inversión en capital fijo fueron los principales factores impulsores del crecimiento, con una contribución de 0,3 y 0,2 puntos porcentuales, respectivamente. La variación de existencias contribuyó negativamente al avance del PIB real en el citado trimestre, mientras que la aportación de la demanda exterior neta fue ligeramente positiva (véase gráfico 10). El crecimiento del producto en algunos países se vio favorecido por el alza de las exportaciones relacionada con una demanda de importaciones excepcionalmente vigorosa en el Reino Unido, en previsión de la fecha inicialmente fijada para el Brexit. Además, el consumo privado repuntó con fuerza en Alemania, ya que las matriculaciones de automóviles particulares experimentaron un acusado incremento tras las perturbaciones registradas en la fabricación de coches en el segundo semestre de 2018. El consumo privado también estuvo respaldado por las medidas fiscales que entraron en vigor en el primer trimestre, período en el que se prevé tengan su mayor impacto. Por el lado de la oferta, el crecimiento se sostuvo, en general, en todos los componentes del valor añadido. En conjunto, la producción industrial (excluida la construcción) aumentó un 0,8 % en el primer trimestre de 2019, en términos intertrimestrales, tras registrar una contracción del 1,2 % en el trimestre anterior. La producción de la construcción creció a un ritmo mayor (2 %) como resultado de las favorables condiciones meteorológicas de los primeros meses de 2019.

## Gráfico 10

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

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

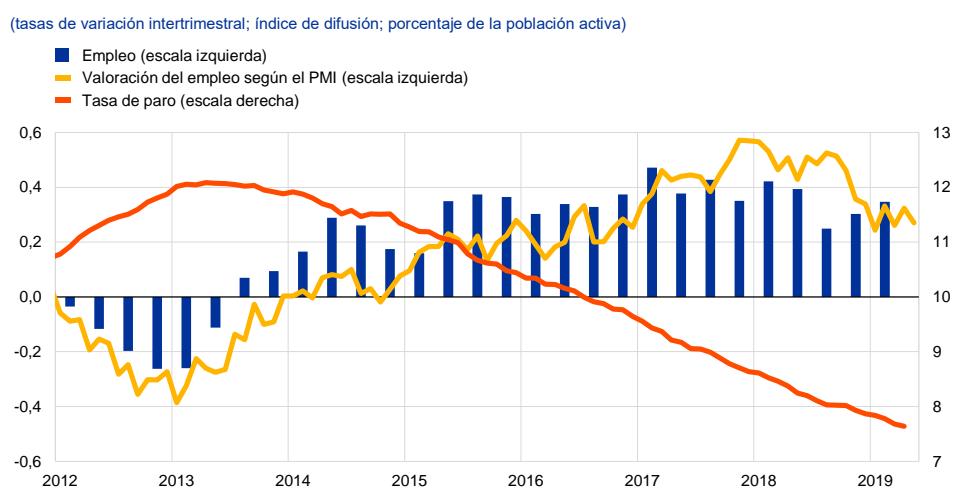


Fuente: Eurostat.

Nota: Las últimas observaciones corresponden al primer trimestre de 2019.

**Los mercados de trabajo de la zona del euro se mantuvieron vigorosos.** En el primer trimestre de 2019, el empleo creció a una tasa del 0,3 % —sin cambios con respecto al último trimestre de 2018—, beneficiándose del fuerte avance del producto. Aunque la expansión del empleo se ha ralentizado ligeramente, en promedio, en los tres últimos trimestres con respecto a la primera mitad de 2018, mantiene su solidez en comparación con la evolución del crecimiento del PIB. En el primer trimestre de 2019 se produjo un ligero descenso de las horas medias trabajadas. Entretanto, la productividad por persona ocupada no varió en dicho trimestre, en términos intertrimestrales, tras registrar ligeras caídas en la segunda mitad de 2018.

**Los indicadores coyunturales del mercado de trabajo publicados recientemente han continuado señalando un crecimiento positivo del empleo.** La tasa de paro de la zona del euro se situó en el 7,6 % en abril, frente al 7,7 % observado en marzo. Los indicadores coyunturales procedentes de encuestas se moderaron en mayo, pero continúan sugiriendo que se seguirá creando empleo en un futuro próximo.

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

Fuentes: Eurostat, Markit y cálculos del BCE.

Notas: El Índice de directores de compras (PMI) está expresado como una desviación de 50 dividida entre 10. Las últimas observaciones corresponden al primer trimestre de 2019 para el empleo, a mayo de 2019 para el PMI y a abril de 2019 para la tasa de paro.

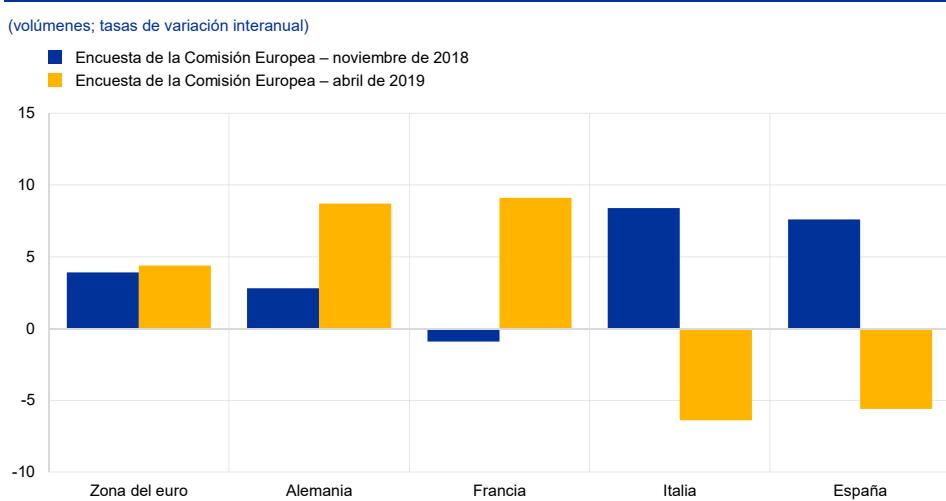
**La evolución del consumo privado siguió estando impulsada, fundamentalmente, por la recuperación del mercado de trabajo y por el fortalecimiento de los balances de los hogares.** En el primer trimestre de 2019, el consumo privado aumentó un 0,5 %, en tasa intertrimestral, tras un crecimiento algo más débil en el último trimestre de 2018. Las matriculaciones de automóviles experimentaron un ascenso intermensual del 4,7 % en abril, con el que se consolidó el repunte observado en el primer trimestre y prácticamente se alcanzó el nivel registrado un año antes. La normalización de las matriculaciones está en consonancia con la intención manifestada por los hogares de realizar grandes compras el próximo año. Desde una perspectiva de más largo plazo, el incremento de las rentas del trabajo continúa respaldando el dinamismo subyacente del gasto en consumo, que también se refleja en el hecho de que la confianza de los consumidores se sitúe por encima de la media. Además, el fortalecimiento adicional de los balances de los hogares sigue siendo un factor importante para el crecimiento sostenido del consumo, ya que la solvencia de este sector es un determinante clave de su acceso al crédito.

**Se espera que la actual recuperación de los mercados de la vivienda continúe contribuyendo significativamente al crecimiento total del PIB real.** La inversión residencial creció un 1,1 % en el primer trimestre de 2019, lo que refleja la continuación de su recuperación en muchos países de la zona del euro y en la zona en su conjunto. Los indicadores de coyuntura y los resultados de las encuestas publicados recientemente señalan un impulso positivo pero en fase de desaceleración. La producción de la construcción aumentó por cuarto trimestre consecutivo en el primer trimestre de 2019, a una tasa del 2 %, similar a la observada en el segmento de construcción de edificios. Además, la actual trayectoria de crecimiento del índice de directores de compras (PMI) de producción de la construcción cumplió dos años y medio en abril, apreciándose un patrón semejante en su componente residencial. Al mismo tiempo, el indicador de

confianza de la construcción de la Comisión Europea descendió en mayo. Tanto el índice PMI como el indicador de confianza se mantuvieron muy por encima de sus medias de largo plazo.

**Se espera que la inversión empresarial siga creciendo, aunque a un ritmo lento, y que la demanda externa continúe debilitándose.** Esta previsión se ve respaldada por la última encuesta de inversiones industriales de la Comisión Europea, según la cual las expectativas de crecimiento anual de la inversión en la zona del euro en 2019 se mantienen prácticamente sin variación —en el 4,4 %— con respecto a la encuesta anterior, llevada a cabo en noviembre de 2018 (véase gráfico 12). La evidencia procedente de la encuesta sugiere, además, que la inversión debería seguir sustentándose en el fortalecimiento de la demanda interna, las elevadas tasas de utilización de la capacidad productiva y unas condiciones de financiación favorables. Como nota algo menos positiva, la confianza de los inversores en los últimos trimestres se ha visto mermada por factores geopolíticos, conflictos comerciales, el Brexit y vulnerabilidades en China (véase el recuadro 4, titulado «La confianza y la inversión»).

**Gráfico 12**  
Planes de inversión industrial real en 2019



Fuente: Encuesta de inversiones industriales de la Comisión Europea.

**El comercio de la zona del euro mantuvo su debilidad, pero mostró signos incipientes de estabilización.** Según los datos de contabilidad nacional más recientes, las exportaciones totales de la zona del euro aumentaron un 0,6 %, en términos reales, en el primer trimestre de 2019, al tiempo que las importaciones se incrementaron un 0,4 % en tasa intertrimestral. Los últimos datos mensuales sobre el comercio de bienes han confirmado esta débil evolución, ya que las exportaciones nominales a países no pertenecientes a la zona del euro experimentaron una pequeña contracción en marzo (-0,2 %, en tasa intermensual), mientras que las importaciones nominales de fuera de la zona han registrado una ligera recuperación, tras haber descendido en febrero (0,7 %, en tasa intermensual). Las exportaciones reales de bienes a China se recuperaron en marzo y las exportaciones al Reino Unido sorprendieron positivamente en febrero, impulsadas por efectos de anticipación,

mientras que las exportaciones a Estados Unidos se debilitaron durante el invierno. Los indicadores de opinión más recientes basados en pedidos exteriores muestran señales dispares.

**Pese al dato positivo de crecimiento del PIB real de la zona del euro en el primer trimestre de 2019, los datos económicos y los resultados de las encuestas más recientes apuntan a un crecimiento ligeramente más débil en el segundo y tercer trimestre de este año.** Aunque el impacto de factores relacionados con países y sectores específicos parece haberse disipado hasta cierto punto, la elevada incertidumbre global sigue lastrando las perspectivas de crecimiento de la zona del euro. El indicador de sentimiento económico (ESI) de la Comisión Europea se situó, en promedio, en 104,5 en abril y mayo, por debajo de la media de 106 correspondiente al primer trimestre de 2019. Asimismo, el último Índice PMI compuesto de producción registró un valor medio de 51,6, y apenas varió con respecto a la media del primer trimestre. Mientras que el ESI se mantiene por encima de su media de largo plazo, el PMI se sitúa en niveles ligeramente inferiores y relativamente próximos al umbral de contracción.

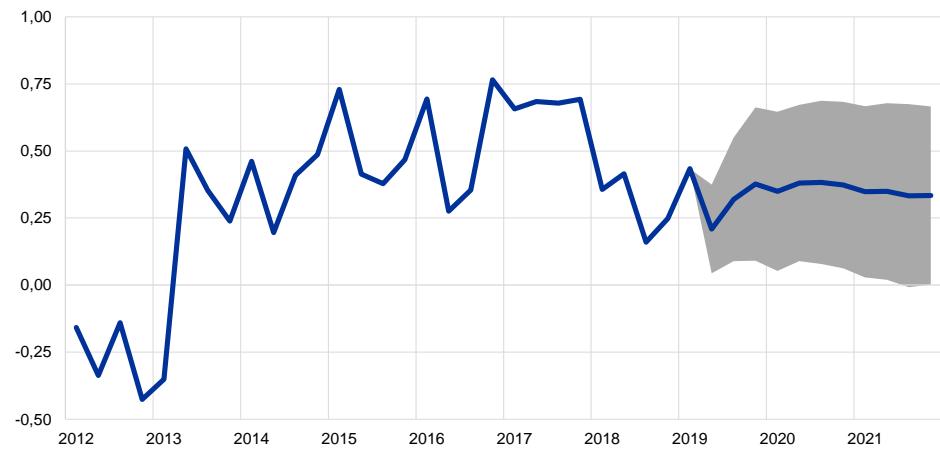
**Se espera que la economía de la zona del euro continúe creciendo a un ritmo moderado en el corto plazo.** Las medidas de política monetaria del BCE siguen propiciando un nivel favorable de los tipos de interés del crédito, lo que fomenta el crecimiento económico en la zona del euro. El consumo privado se sustenta en las buenas condiciones de los mercados de trabajo, el aumento continuado del empleo y la confianza de los hogares. La inversión residencial mantiene su fortaleza, mientras que la inversión empresarial está respaldada por unas condiciones de financiación favorables y por la solidez de la demanda interna. Sin embargo, las dificultades observadas a escala mundial siguen lastrando las perspectivas de crecimiento a corto plazo de la zona del euro, ya que la amenaza de un aumento del proteccionismo y de los factores geopolíticos se ha acentuado más recientemente. En este contexto, los riesgos para las perspectivas de crecimiento de la zona del euro siguen apuntando a la baja.

**Las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosystema para la zona del euro de junio de 2019 prevén un crecimiento anual del PIB real del 1,2 % en 2019, el 1,4 % en 2020 y el 1,4 % en 2021 (véase gráfico 13).** En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de marzo de 2019, las perspectivas de crecimiento del PIB real se han revisado al alza en 0,1 puntos porcentuales para 2019 y a la baja en 0,2 y 0,1 puntos porcentuales para 2020 y 2021, respectivamente.

**Gráfico 13**

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

(tasas de variación intertrimestral)



Fuentes: Eurostat y el artículo titulado «[Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro, junio de 2019](#)», publicado en el sitio web del BCE el 6 de junio 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

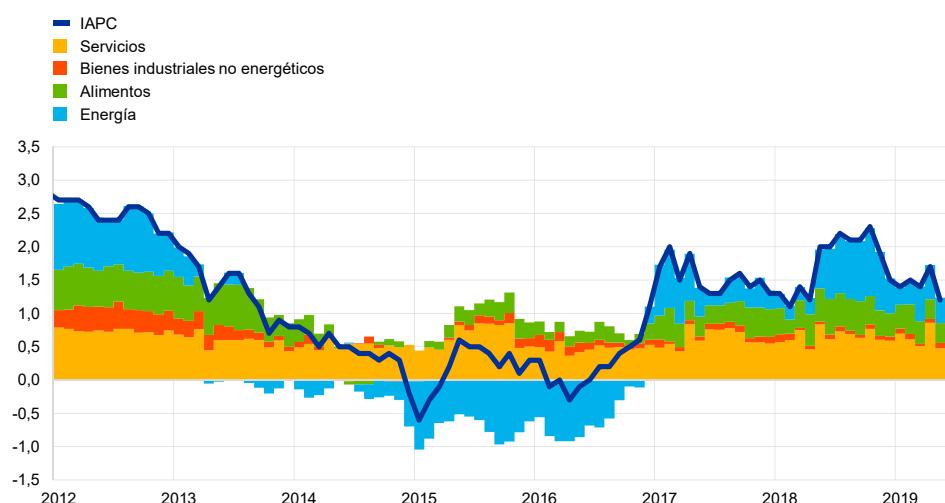
Según la estimación de avance de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro se situó en el 1,2 % en mayo de 2019, frente al 1,7 % registrado en abril. Haciendo abstracción de la reciente volatilidad atribuible a factores temporales, los indicadores de la inflación subyacente se mantienen en general en niveles moderados, aunque las presiones de los costes laborales continúan intensificándose y ampliándose en un contexto de elevada utilización de la capacidad productiva y de tensionamiento de los mercados de trabajo. De cara al futuro, se espera que la inflación subyacente 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 Eurosistema para la zona del euro de junio de 2019, que sitúan la inflación anual medida por el IAPC en el 1,3 % en 2019, el 1,4 % en 2020 y el 1,6 % en 2021. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de marzo de 2019, las perspectivas de inflación medida por el IAPC se han revisado al alza en 0,1 puntos porcentuales para 2019 y a la baja en 0,1 puntos porcentuales para 2020. Se espera que la inflación anual medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, se sitúe en el 1,1 % en 2019, el 1,4 % en 2020 y el 1,6 % en 2021.

**La inflación general retrocedió en mayo como consecuencia del menor ritmo de avance interanual 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 se redujo hasta el 1,2 % en mayo de 2019, desde el 1,7 % registrado en abril (véase gráfico 14). El incremento de abril y el posterior descenso de mayo reflejaron, en gran parte, las fechas más tardías de la Semana Santa de este año y su efecto sobre las tasas de crecimiento interanual de los precios de determinados servicios relacionados con turismo y viajes. Este efecto es particularmente evidente en la evolución del IAPC de servicios, que aumentó desde el 1,1 % observado en marzo hasta el 1,9 % de abril, antes de volver a caer hasta el 1,1 % en mayo. El componente energético del IAPC disminuyó y se situó en el 3,8 % en mayo, desde el 5,8 % de abril.

### Gráfico 14

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.

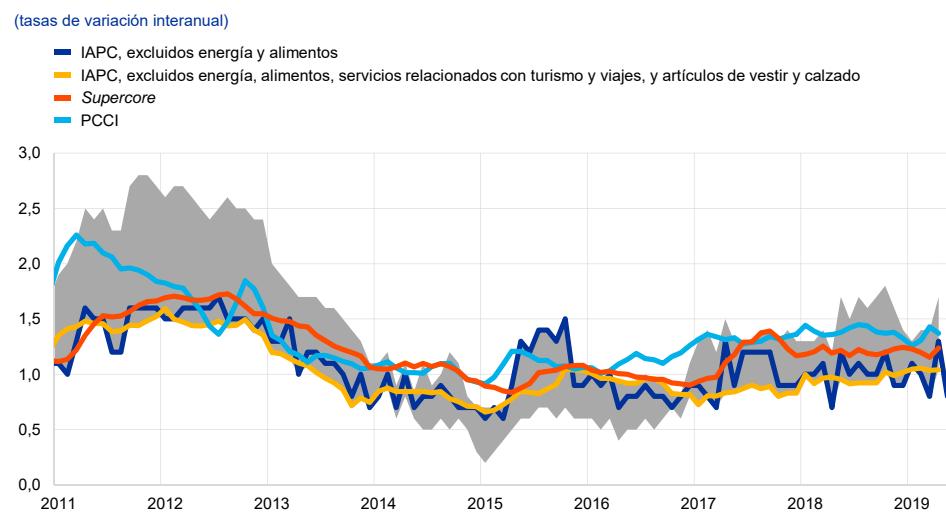
Notas: Las últimas observaciones corresponden a mayo de 2019 (estimaciones de avance). Las tasas de crecimiento correspondientes a 2015 están distorsionadas al alza debido a un cambio metodológico (véase recuadro 5, *Boletín Económico*, número 2, BCE, 2019).

**Los indicadores de la inflación subyacente permanecieron, en general, en niveles moderados.** La inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, se situó en el 0,8 % en mayo, frente al 1,3 % de abril y el 0,8 % de marzo (véase gráfico 15). Al igual que en el caso del IAPC general, el aumento de esta medida de inflación subyacente en abril y su posterior descenso en mayo también reflejaron el efecto de la celebración de la Semana Santa en fechas más tardías. Este impacto al alza de carácter temporal sobre la tasa de inflación de abril se refleja asimismo en las medias truncadas incluidas en el conjunto de indicadores y es probable que las cifras de mayo no cambien la estabilidad general observada en los indicadores de la inflación subyacente en los últimos meses. De hecho, las medidas que ayudan a hacer abstracción de esos efectos transitorios —como el IAPC, excluidos la energía, los alimentos, los servicios relacionados con turismo y viajes, y los artículos de vestir y el calzado; el indicador PCCI (componente persistente y común de la inflación) y el indicador Supercore (inflación «supersubyacente»)— se mantuvieron sin variación en abril (últimos datos disponibles)<sup>2</sup>. De cara al futuro, se espera que los indicadores de la inflación subyacente se incrementen de forma gradual, particularmente impulsados por el sólido crecimiento de los salarios y por el repunte observado en la tasa de variación de los precios de producción.

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

## Gráfico 15

### Indicadores de la inflación subyacente



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Las últimas observaciones corresponden a mayo de 2019 (estimación de avance) para el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, y a abril 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 recuadro 5, Boletín Económico, número 2, BCE, 2019).

**Las presiones inflacionistas en las fases posteriores de la cadena de producción de los bienes industriales no energéticos se mantuvieron muy por encima de su media histórica, pero disminuyeron ligeramente en las primeras fases.** La inflación de los precios de producción de los bienes de consumo no alimenticio vendidos en la zona del euro se redujo levemente, hasta situarse en el 0,9 % en abril, desde el 1 % de marzo, aunque este nivel sigue siendo muy superior a la media histórica del 0,55 %. El incremento desde el mínimo del –0,2 % registrado en diciembre de 2016 ha sido generalizado en los distintos subsectores manufactureros, lo que indica una cierta fortaleza. La correspondiente tasa de avance de los precios de importación continuó creciendo a un ritmo sostenido hasta situarse en el 1,5 % en marzo, desde el mínimo reciente del 0,3 % observado en diciembre, lo que refleja en gran medida el impacto de la reciente depreciación del tipo de cambio efectivo del euro. Esta evolución puede haber compensado el ligero debilitamiento de las presiones inflacionistas a escala mundial, como muestra el índice de precios industriales (IPRI) mundial, excluida la energía, que volvió a descender en marzo, hasta situarse en el 3,3 %, desde el máximo del 4,8 % registrado en septiembre de 2018.

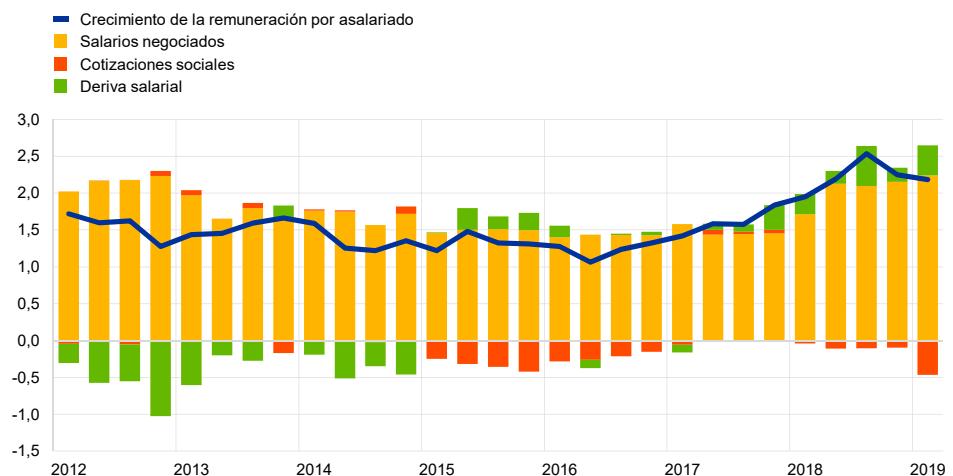
**El crecimiento de los salarios se mantuvo vigoroso, lo que puso de manifiesto la acumulación de presiones internas de costes.** El crecimiento interanual de la remuneración por asalariado se situó en el 2,2 % en el primer trimestre de 2019, sin variación con respecto al cuarto trimestre de 2018 y por encima de su media de largo plazo (véase gráfico 16). La tasa de crecimiento interanual de los salarios negociados en la zona del euro fue del 2,2 % en el primer trimestre de 2019, también sin cambios con respecto al cuarto trimestre de 2018. A diferencia de la deriva salarial, el avance de los salarios negociados es más persistente y reacciona

gradualmente a las variaciones acumuladas en la tasa de desempleo. Las perspectivas de que los salarios negociados sigan creciendo con fuerza en el futuro se sustentan, sobre todo, en algunos convenios a más largo plazo (en algunos casos hasta el año 2020) y deberían respaldar un ritmo de crecimiento robusto de la remuneración por asalariado durante 2019.

### Gráfico 16

#### Contribución de los componentes de la remuneración por asalariado

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



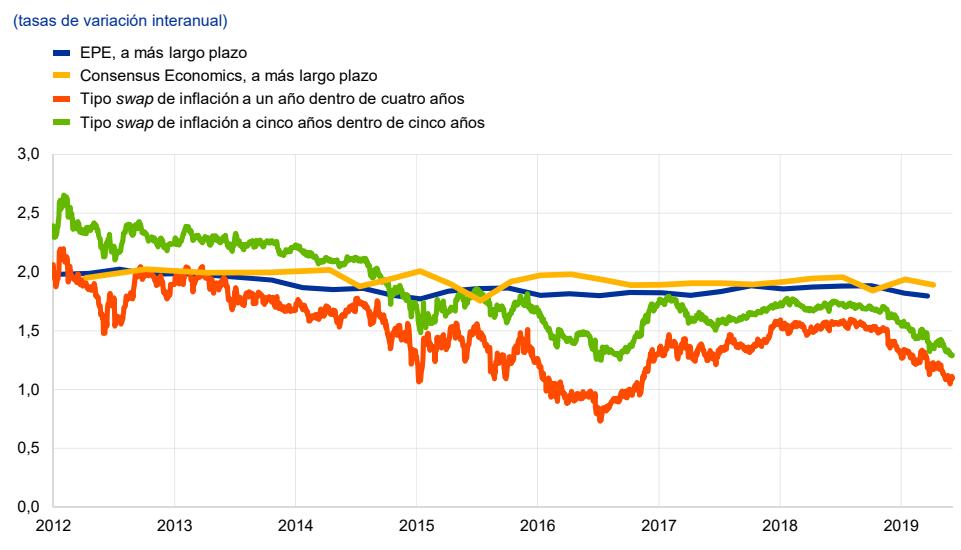
Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden al primer trimestre de 2019.

**Los indicadores de mercado de las expectativas de inflación a largo plazo han registrado un ligero descenso, mientras que los indicadores de opinión se han mantenido estables.** El tipo swap de inflación a cinco años dentro de cinco años se situó en el 1,29 % el 5 de junio de 2019, ocho puntos básicos por debajo del nivel observado cuando se celebró la reunión del Consejo de Gobierno en abril (véase gráfico 17). El perfil a futuro de los indicadores de mercado de las expectativas de inflación sigue señalando un período prolongado de baja inflación, con un retorno solo muy 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 es insignificante, lo que sugiere que en la actualidad los mercados consideran que el riesgo de deflación es muy bajo. Los indicadores de opinión de las expectativas de inflación a largo plazo se mantuvieron estables en niveles inferiores, aunque próximos, al 2 %. En la encuesta del BCE a expertos en previsión económica (EPE) correspondiente al segundo trimestre de 2019, las expectativas de inflación a largo plazo permanecieron en el 1,8 %, mientras que en las encuestas de Consensus Economics y del Barómetro de la Zona del Euro correspondientes a abril se mantuvieron en el 1,9 %.

## Gráfico 17

### Indicadores de las expectativas de inflación



Fuentes: Encuesta a expertos en previsión económica (EPE) del BCE, Consensus Economics, Thomson Reuters y cálculos del BCE. Notas: En la EPE, «a más largo plazo» se refiere a un año natural dentro de entre cuatro y cinco años a partir de la fecha de la encuesta, mientras que en la encuesta de Consensus Economics indica la media de un período a entre cinco y diez años vista a partir de la fecha de la encuesta. Las últimas observaciones corresponden al segundo trimestre de 2019 para la EPE, a abril de 2019 para Consensus Economics y al 5 de junio de 2019 para los tipos swap de inflación.

**Según las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema de junio de 2019, la inflación subyacente aumentará de manera gradual.** Sobre la base de la información disponible a mediados de mayo, estas proyecciones sitúan la inflación media medida por el IAPC general en el 1,3 % en 2019, el 1,4 % en 2020 y el 1,6 % en 2021, frente al 1,2 %, el 1,5 % y el 1,6 %, respectivamente, que se preveían en las proyecciones macroeconómicas del BCE de marzo de 2019 (véase gráfico 18). Estas revisiones obedecen en gran parte al componente energético, que se revisa notablemente al alza para 2019, debido al mayor crecimiento de los precios del petróleo, y a la baja para 2020, como consecuencia de la pendiente más pronunciada a la baja de la curva de futuros sobre el petróleo. A tenor de las proyecciones, la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, seguirá una senda ascendente, respaldada por la recuperación económica más gradual —pero continuada— y por el tensionamiento de los mercados de trabajo, que dará lugar a un aumento de las presiones de costes de origen interno. Se espera que la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, avance del 1,1 % en 2019 al 1,4 % en 2020 y al 1,6 % en 2021. Este perfil supone una ligera revisión a la baja para 2019, reflejo, principalmente, de datos que muestran una evolución más débil de lo esperado en lo que va de año.

### 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 Eurosistema para la zona del euro, junio de 2019](#)», publicado en el sitio web del BCE el 6 de junio de 2019.

Notas: Las últimas observaciones corresponden al primer trimestre de 2019 (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 datos para las proyecciones fue el 22 de mayo de 2019.

## 5

## Dinero y crédito

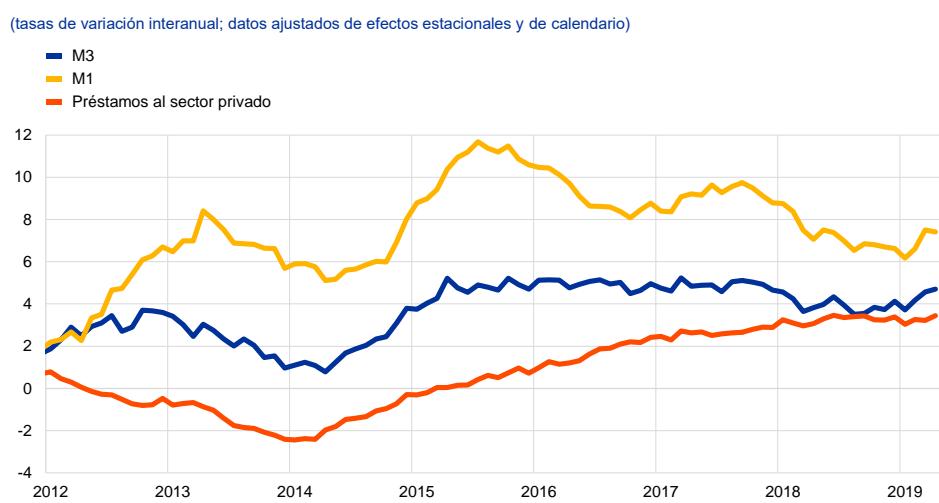
*El crecimiento interanual del agregado monetario amplio y de los préstamos al sector privado aumentó en abril de 2019. El crecimiento de M3 mantuvo su fortaleza frente a la menor contribución automática de las compras netas realizadas en el marco del programa de compra de activos (APP, por sus siglas en inglés). Al mismo tiempo, las condiciones de financiación y del crédito de los bancos continuaron siendo favorables y reflejaron también las medidas de política monetaria anunciadas en marzo y en junio. Las emisiones netas de valores representativos de deuda por parte de las sociedades no financieras repuntaron en el primer trimestre de 2019, tras disminuir en el cuarto trimestre de 2018, en un entorno de mejora de las condiciones del mercado de bonos y, hasta abril, de menor coste de la financiación mediante valores de renta fija.*

**El agregado monetario amplio repuntó en abril, retornando a su tasa de crecimiento de finales de 2017.** La tasa de crecimiento interanual de M3 aumentó hasta el 4,7 % en abril de 2019, desde el 4,6 % registrado en marzo (véase gráfico 19), respaldada por la caída del coste de oportunidad. En este sentido, el crecimiento de M3 mantuvo su fortaleza frente a la menor contribución automática del APP, lo que implica que este programa tuvo un impacto positivo más reducido. El avance de M3 se había moderado desde finales de 2017 hasta el mínimo reciente de agosto de 2018, debido a la disminución de las compras netas de activos. El agregado monetario estrecho M1, que incluye los componentes más líquidos de M3, volvió a ser el componente que más contribuyó al crecimiento del agregado monetario amplio. El ritmo de avance interanual de M1 se mantuvo prácticamente estable en abril, en el 7,4 %, frente al 7,5 % de marzo, lo que confirma el cese de la tendencia a la baja observada desde finales de 2017. Dado que M1 real tiene propiedades de indicador adelantado con respecto al crecimiento del PIB real, esta evolución es acorde con una estabilización de la actividad económica en los próximos meses<sup>3</sup>.

---

<sup>3</sup> Véase el recuadro 4 titulado «La capacidad predictiva de M1 real sobre la actividad económica real de la zona del euro», Boletín Económico, número 3, BCE, 2019.

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



Fuente: BCE.

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

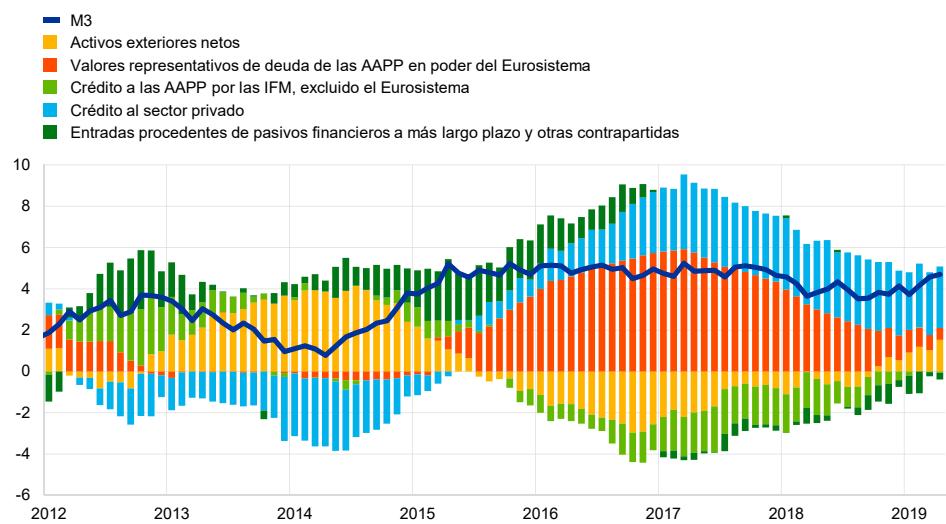
**Los depósitos a la vista, el principal componente de M1, continuaron registrando una tasa de crecimiento robusta en términos interanuales.** La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a la vista se mantuvo sin variación en el 7,8 % en abril y reflejó la estabilidad de la tasa de avance interanual de estos depósitos en poder de los hogares y la disminución de la tasa correspondiente a las sociedades no financieras. Además, pese a experimentar cierta volatilidad a corto plazo, el crecimiento del efectivo en circulación ha seguido su tendencia consolidada, lo que indica que no se está produciendo una sustitución significativa del efectivo por depósitos en un entorno de tipos de interés muy bajos o negativos en la zona del euro en su conjunto. La contribución de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista (es decir, M2 menos M1) pasó a ser positiva por primera vez desde finales de 2013, prolongando la tendencia al alza observada en los últimos trimestres, respaldada por el menor coste de oportunidad de mantener M3. Asimismo, persistió la aportación negativa de los instrumentos negociables (es decir, M3 menos M2) al crecimiento de M3, como consecuencia de su remuneración relativamente reducida.

**Por lo que respecta a las contrapartidas, la menor contribución automática del APP al crecimiento de M3 se ha visto compensada, en gran medida, por la contribución positiva del crédito al sector privado y, recientemente, de los flujos monetarios externos (véase gráfico 20).** La aportación positiva al crecimiento de M3 de los valores representativos de deuda de las Administraciones Públicas en poder del Eurosistema, que refleja la contribución automática del APP al avance de este agregado, continuó disminuyendo (véanse las partes de color rojo de las barras del gráfico 20). Aunque el crédito al sector privado siguió siendo la principal fuente de creación de dinero (véanse las partes de color azul de las barras del gráfico 20), la menor aportación del APP ha sido sustituida en los últimos meses por flujos monetarios externos (véanse las partes de color amarillo de las barras del

gráfico 20). La creciente contribución de los activos exteriores netos refleja el mayor interés de los inversores extranjeros por los activos de la zona del euro.

**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 abril de 2019.

**El crecimiento del crédito siguió, en términos generales, la desaceleración de la actividad económica, pero repuntó ligeramente en abril.** 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*]) aumentó hasta el 3,4 % en abril, desde el 3,2 % observado en marzo (véase gráfico 19). Esta evolución obedeció principalmente al incremento de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a sociedades no financieras, que se situó en el 3,9 % en abril, frente al 3,6 % de marzo. Más allá de la volatilidad a corto plazo, la tasa de crecimiento de los préstamos a sociedades no financieras registró una leve moderación, aunque permaneció en niveles relativamente cercanos a su máximo de septiembre de 2018, que fue del 4,3 %. Este resultado está en consonancia con el retardo de su patrón cíclico con respecto a la actividad económica real y con la ralentización de la demanda agregada observada a lo largo de 2018. La moderación se debió, en gran medida, a la contracción de la demanda de crédito, como consecuencia de la menor necesidad de financiación de las empresas. En cambio, las condiciones de concesión de crédito bancario y del mercado de renta fija siguieron siendo favorables (véase más adelante), lo que sugiere que las fuerzas de oferta no están afectando a la dinámica del crédito, dado el amplio grado de acomodación de la política monetaria. El avance del crédito a empresas se caracterizó por una heterogeneidad considerable entre países (véase gráfico 21). La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a hogares aumentó ligeramente en abril —hasta el 3,4 %, desde el 3,3 % de marzo—, mostrando también disparidad entre los distintos países

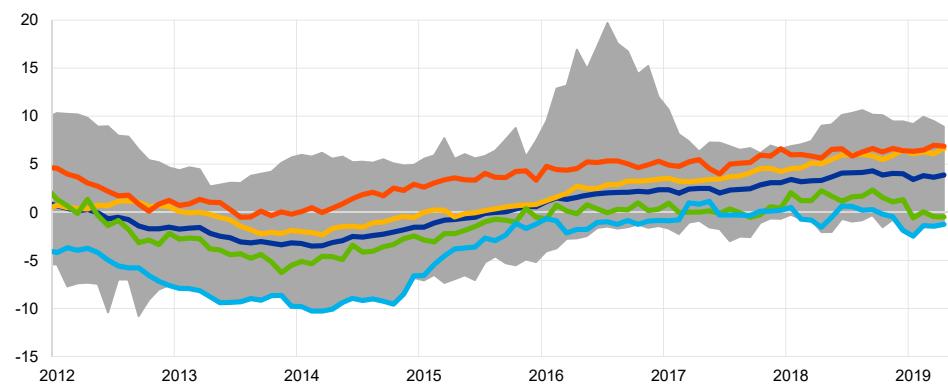
(véase gráfico 22). La progresiva expansión general de estos préstamos continuó estando impulsada tanto por el crédito al consumo como por los préstamos para adquisición de vivienda, habiendo registrado estos últimos un crecimiento neto moderado en términos históricos en el conjunto de la zona del euro. Al mismo tiempo, el avance de los préstamos para adquisición de vivienda y la evolución del precio de la vivienda también son heterogéneos entre 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)

- Zona del euro
- Alemania
- Francia
- Italia
- España
- Dispersión entre países



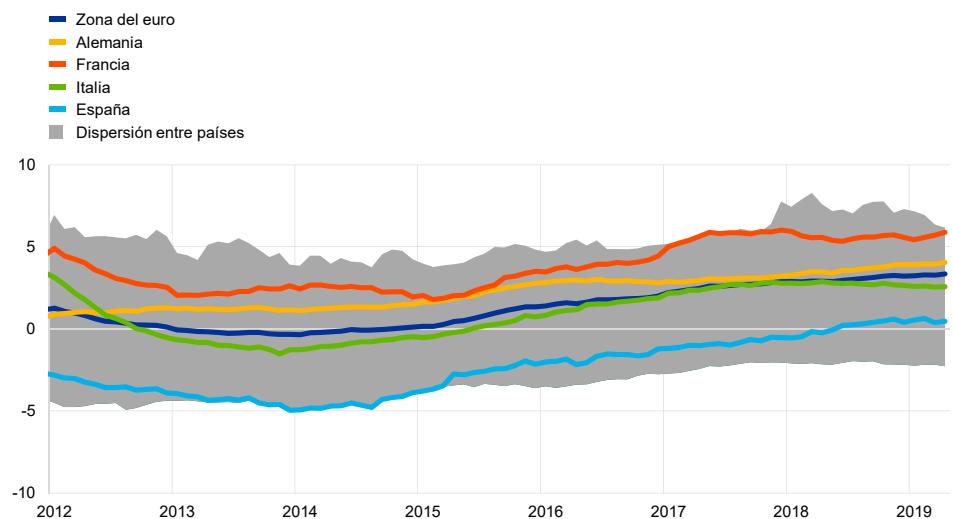
Fuente: BCE.

Notas: Préstamos ajustados de titulizaciones, otras transferencias y centralización nocial 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 abril 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 titulizaciones y otras transferencias. La dispersión entre países se calcula sobre la base de valores mínimos y máximos en una muestra fija de doce países de la zona del euro. La última observación corresponde a abril de 2019.

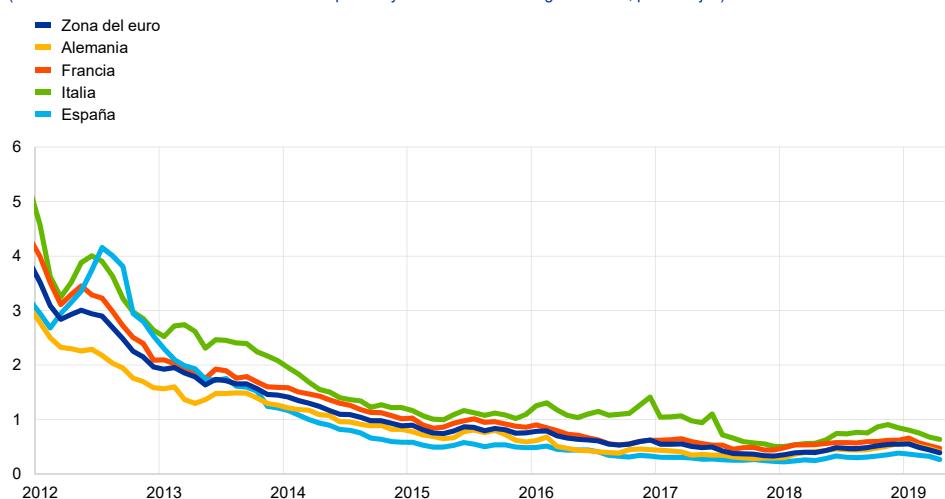
**Las condiciones de financiación de la deuda de las entidades de crédito han seguido mejorando.** En abril, el coste sintético de la financiación de la deuda de las entidades de crédito de la zona del euro continuó disminuyendo con respecto al máximo reciente registrado en enero de 2019 y retornó a su nivel de febrero de 2018 (véase gráfico 23). Esta evolución obedeció fundamentalmente al considerable descenso de la rentabilidad de los bonos bancarios. No obstante, en comparación con los depósitos, los bonos bancarios siguieron siendo la fuente de financiación más cara y representaron una proporción limitada de la financiación total mediante deuda de los bancos. Además, los tipos de interés de los depósitos de las entidades de crédito de la zona del euro permanecieron prácticamente estables en el mes de abril. La mejora de los costes de financiación de la deuda de las entidades fue generalizada en los países de mayor tamaño de la zona. Mientras que los tipos de interés de los depósitos se mantuvieron prácticamente sin cambios en estos países, las rentabilidades de los bonos bancarios cayeron considerablemente en abril. Además, en sus respuestas a la encuesta sobre préstamos bancarios del BCE, las entidades de la zona del euro indicaron que había mejorado el acceso a la financiación en el primer trimestre de 2019, especialmente el acceso a la financiación mediante valores representativos de deuda. Al mismo tiempo, el nivel de los costes de financiación de los bancos siguió siendo heterogéneo entre los países más grandes de la zona del euro. En abril, los márgenes crédito-depósito de las entidades de crédito de la zona disminuyeron ligeramente para las nuevas operaciones. Simultáneamente, se está produciendo la compresión de los márgenes crédito-depósito en relación con los tipos de interés de los préstamos vivos en países con un alto recurso a los contratos a tipo de interés fijo, lo que indica que se están reajustando gradualmente los antiguos contratos de préstamo a nuevos tipos más bajos. La propia compresión de los citados márgenes ejerce un efecto moderador sobre la rentabilidad bancaria, que, no obstante, se compensa con el

impacto positivo del entorno de tipos de interés bajos o incluso negativos sobre la calidad del crédito (lo que reduce los costes de provisiones) y los volúmenes de crédito. En conjunto, las condiciones de financiación de las entidades de crédito de la zona del euro siguieron siendo favorables y reflejaron la orientación acomodaticia de la política monetaria del BCE, así como el fortalecimiento de los balances bancarios. Al mismo tiempo, pese a que las entidades han avanzado en el saneamiento de sus balances, por ejemplo, mediante la reducción de los préstamos dudosos, el nivel de la rentabilidad bancaria en la zona del euro continúa siendo bajo.

### Gráfico 23

#### Coste sintético de la financiación de la deuda de las entidades de crédito

(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 abril de 2019.

**Los tipos de interés del crédito bancario concedido a las sociedades no financieras y a los hogares permanecieron en mínimos históricos.** En abril de 2019, el tipo de interés sintético de los préstamos bancarios otorgados a las sociedades no financieras (véase gráfico 24) disminuyó hasta el 1,62 % e igualó el mínimo histórico registrado en mayo de 2018. Los costes de financiación más favorables de las entidades de crédito, así como la persistencia de fuertes presiones competitivas, tuvieron un efecto moderador sobre los tipos de interés de estos préstamos. Además, el bajo riesgo de crédito para las sociedades no financieras en términos agregados, como indican las bajas frecuencias de impago esperadas, también contribuyó a mantener los tipos de interés de los préstamos en niveles reducidos. El tipo de interés sintético de los préstamos para adquisición de vivienda descendió hasta el 1,75 % en abril, registrando un nuevo mínimo histórico (véase gráfico 25). Las presiones competitivas y los costes de financiación más favorables de las entidades de crédito ejercieron un efecto moderador sobre los tipos de interés de los préstamos concedidos a los hogares de la zona del euro. En conjunto, los tipos sintéticos de los préstamos bancarios otorgados a las sociedades no financieras y a los hogares han disminuido significativamente desde que el BCE anunció medidas de expansión crediticia en junio de 2014 y, entre mayo de 2014 y

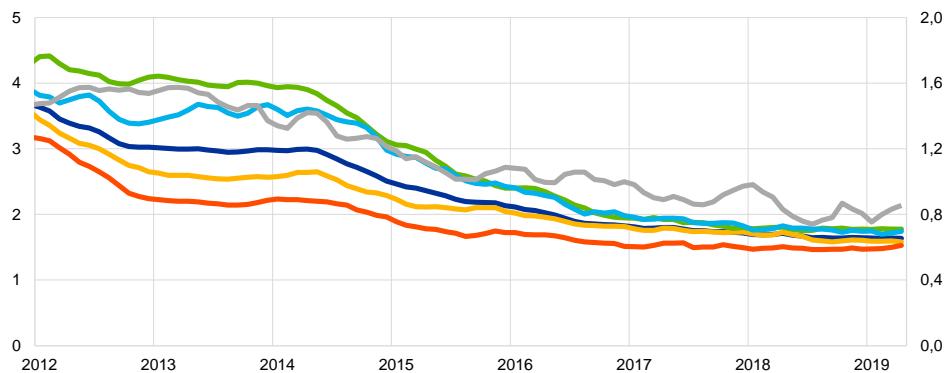
abril de 2019, cayeron en torno a 130 y 115 puntos básicos, respectivamente. La reducción de los tipos del crédito bancario concedido a las sociedades no financieras y a las pequeñas empresas (suponiendo que los créditos de hasta 250.000 euros se otorgan, sobre todo, a pequeñas empresas) fue especialmente significativa en los países de la zona del euro que se vieron más afectados por la crisis financiera, lo que indica una transmisión más homogénea de la política monetaria a los tipos de interés de los préstamos bancarios en todos los países de 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)

- Zona del euro
- Alemania
- Francia
- Italia
- España
- Desviación típica entre países (escala derecha)

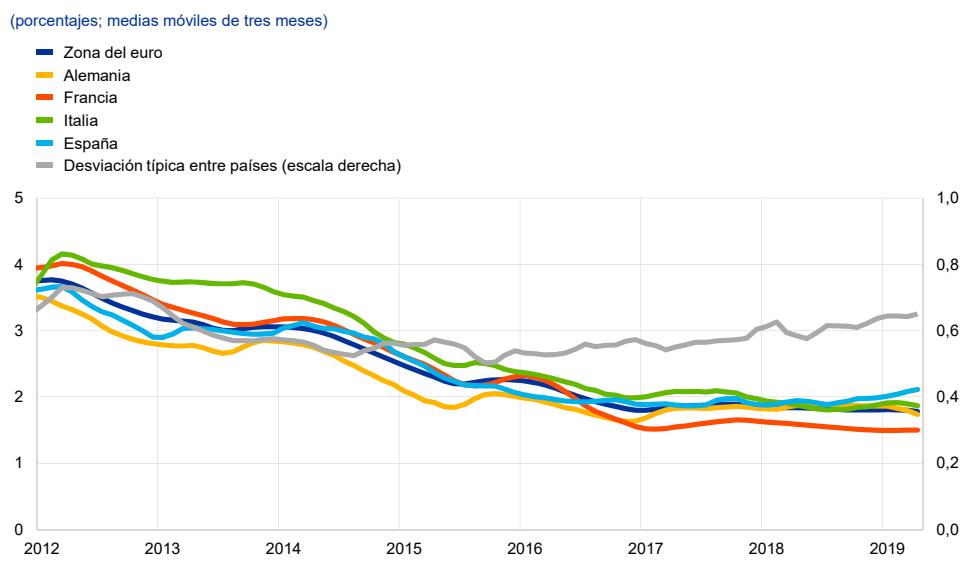


Fuente: BCE.

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 abril de 2019.

**Gráfico 25**

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



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 abril de 2019.

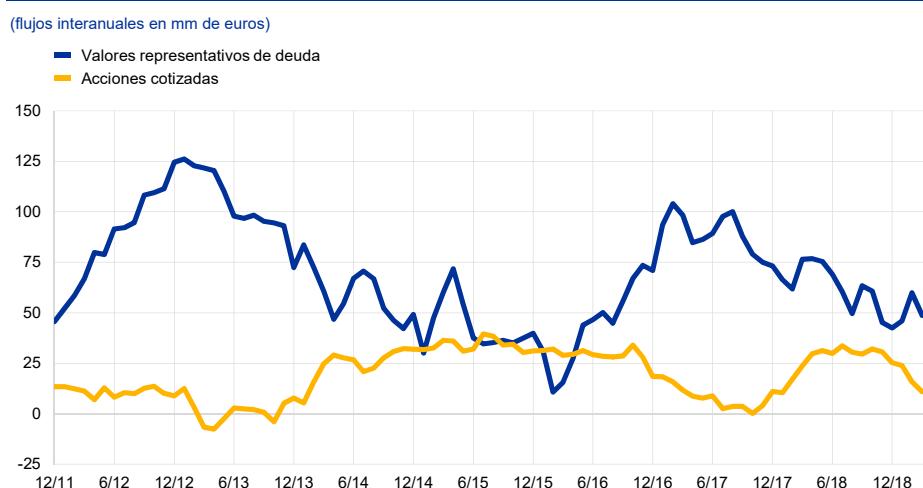
**Se estima que el flujo interanual total de la financiación externa de las sociedades no financieras de la zona del euro se redujo en el primer trimestre de 2019.** Esta evolución fue reflejo de la moderación de los préstamos bancarios, así como de la persistencia de un bajo nivel de emisiones de acciones cotizadas, mientras que las emisiones netas de valores representativos de deuda fueron relativamente intensas. Con todo, en comparación con el anterior episodio de ralentización del crecimiento en 2015-2016, los flujos de financiación mediante deuda de las sociedades no financieras (préstamos de las IFM, emisiones de valores representativos de deuda y préstamos de entidades distintas de IFM) fueron más elevados, lo que es coherente con las condiciones de financiación de la deuda más favorables y con la mayor fortaleza de los balances de las empresas. En conjunto, dado que la financiación externa de las sociedades no financieras normalmente reacciona con retardo a la evolución de la actividad económica, su reciente moderación es compatible con el debilitamiento de la actividad económica en 2018 y con la consiguiente disminución de las necesidades de financiación de las empresas.

**En el primer trimestre de 2019, las emisiones netas de valores representativos de deuda por parte de las sociedades no financieras repuntaron con fuerza, desde el nivel negativo registrado en el último trimestre de 2018.** El principal determinante de los flujos netos positivos de emisiones de valores representativos de deuda de las sociedades no financieras en el primer trimestre de 2019 fue muy probablemente el aplazamiento de las emisiones en el último trimestre de 2018, que estuvo relacionado con el deterioro de las perspectivas económicas y el aumento de los diferenciales de los bonos emitidos por dichas sociedades, en el contexto de una aversión al riesgo más general en el mercado. El rápido descenso del coste de la financiación mediante valores de renta fija desde finales de 2018 provocó un repunte de las emisiones netas de estos valores por parte de las sociedades no

financieras. Desde una perspectiva de más largo plazo, los flujos interanuales de emisiones netas correspondientes a marzo de 2019 se situaron por encima de los registrados en diciembre de 2018 —cuando alcanzaron el registro más bajo observado desde mayo de 2016 (véase gráfico 26)— y son acordes con una estabilización gradual que comenzó a principios de 2019. Los datos de mercado sugieren que, en abril y mayo de 2019, las emisiones netas de valores representativos de deuda por parte de emisores con calificación tanto de grado de inversión como inferior al grado de inversión mostraron una atonía considerablemente mayor que en el primer trimestre de 2019. Las emisiones netas de acciones cotizadas continuaron debilitándose en dicho trimestre, como consecuencia de una serie de flujos mensuales netos negativos que comenzaron en noviembre de 2018.

### Gráfico 26

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



Fuente: BCE.

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

**En abril de 2019, el coste de financiación de las sociedades no financieras siguió disminuyendo en comparación con su nivel de finales de 2018 y registró un mínimo histórico.** En abril, 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 4,4 %, situándose siete puntos básicos por debajo del nivel de marzo de 2019 y marcando un nuevo mínimo histórico. Aunque se estima que el coste de financiación aumentó ligeramente en mayo, 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.

**Según la última encuesta sobre el acceso a la financiación de las empresas, las pymes de la zona del euro continuaron señalando el respaldo a las condiciones de financiación holgadas, aunque manifestaron cierta preocupación sobre la evolución reciente de su entorno de negocio.** Un menor número de pymes indicó un aumento de la disponibilidad de fuentes de financiación

externa, pese a la favorable disposición de los bancos a conceder crédito. Además, una creciente proporción de pymes en la mayoría de los países de la zona del euro consideró que las perspectivas macroeconómicas representaban un impedimento para su acceso a la financiación externa. Sin embargo, como en la encuesta anterior, el acceso a la financiación fue el aspecto que menos preocupación suscitaba, aunque aún persisten diferencias significativas entre países. El porcentaje de pymes con dificultades financieras en la zona del euro se ha mantenido prácticamente sin variación, en un nivel de alrededor del 3 %, lejos del máximo histórico, superior al 14 %, observado en la segunda mitad de 2012. En términos netos, un porcentaje menor, pero todavía considerable, de pymes señaló un aumento de la cifra de negocios en un contexto en el que sus beneficios no habían variado. La competencia, las dificultades para captar clientes y el incremento de los costes laborales y de otro tipo (materiales, energía e intereses) pueden haber lastrado los resultados.

## 6

## Evolución de las finanzas públicas

*Las proyecciones apuntan a que la orientación de la política fiscal de la zona del euro seguirá siendo ligeramente expansiva y que, por tanto, respaldará la actividad económica. Al mismo tiempo, los países con niveles de deuda pública elevados han de continuar reconstituyendo los colchones fiscales. Además, todos los países deberían intensificar sus esfuerzos para lograr una composición de las finanzas públicas más favorable al crecimiento. 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.*

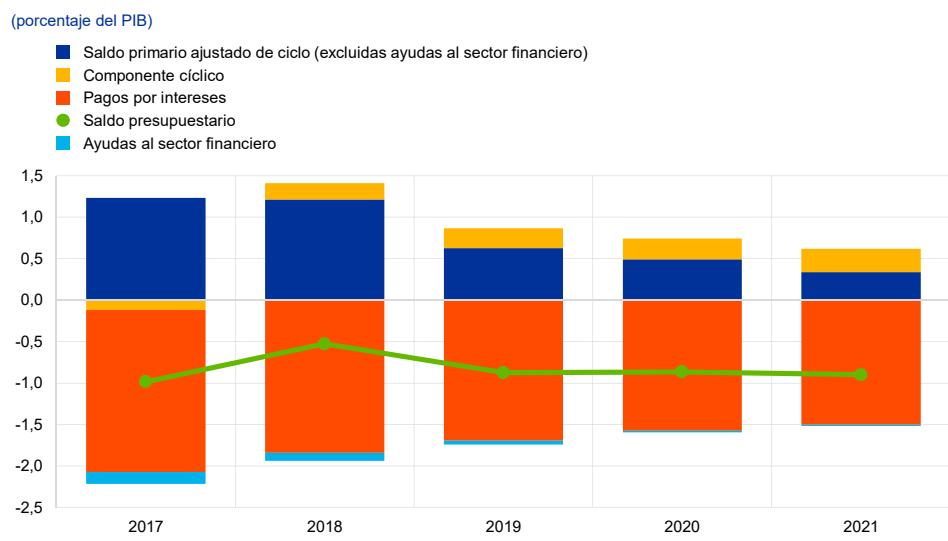
**Tras la mejora registrada el año pasado, se prevé que el déficit presupuestario de las Administraciones Públicas de la zona del euro se deteriore en 2019 y se mantenga estable en los dos próximos años<sup>4</sup>.** La ratio de déficit de las Administraciones Públicas de la zona del euro se situó en el 0,5 % del PIB en 2018, frente al 1 % observado en 2017. La mejora 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 de los expertos del BCE de marzo de 2019, las perspectivas relativas a la ratio de déficit de las Administraciones Públicas de la zona del euro han mejorado ligeramente para todo el horizonte de proyección.** La reducción del déficit refleja principalmente un menor deterioro del saldo primario ajustado de ciclo.

---

<sup>4</sup> Véanse las «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro, junio de 2019», publicadas en el sitio web del BCE el 6 de junio de 2019.

**Gráfico 27**  
Saldo presupuestario y sus componentes



Fuentes: BCE y proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de junio 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 2018, pero se prevé que sea ligeramente expansiva a partir de 2019<sup>5</sup>.** 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 otros 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 Eurosistema de junio de 2019, la deuda agregada de las Administraciones Pùblicas en relación con el PIB de la zona del euro descenderá desde el 85,1 % de 2018<sup>6</sup> hasta el 80,6 % en 2021. La reducción proyectada de la ratio de deuda pública se sustenta tanto en un diferencial tipo de interés-crecimiento negativo<sup>7</sup> 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 marzo de 2019, se espera que el descenso de la citada ratio agregada sea algo más acusado,

<sup>5</sup> La orientación fiscal refleja la dirección y el tamaño del estímulo proporcionado por las políticas fiscales a la economía, más allá de la reacción automática de las finanzas públicas al ciclo económico, y 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.

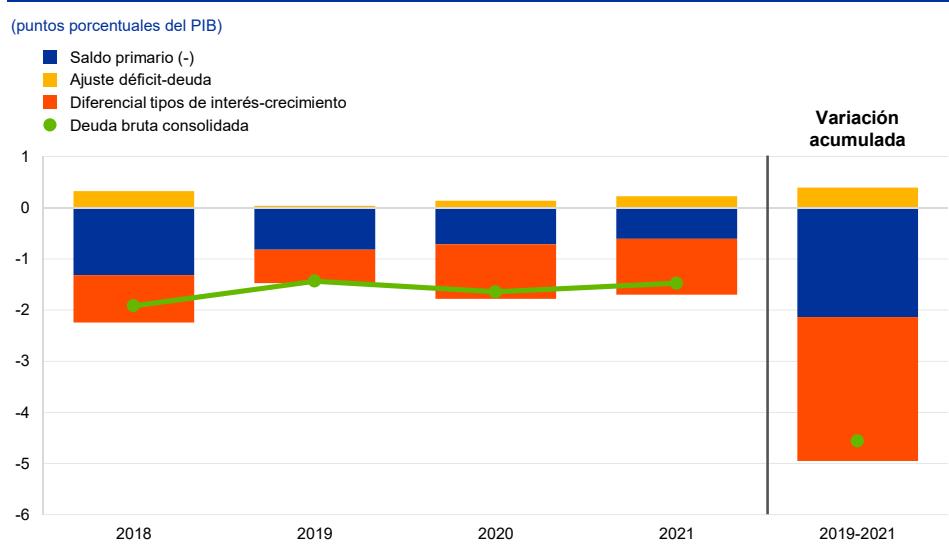
<sup>6</sup> Como las proyecciones suelen tener en cuenta las revisiones de los datos, podría haber diferencias con respecto a los datos validados últimos de Eurostat.

<sup>7</sup> Para más información, véase el recuadro titulado «El diferencial tipo de interés-crecimiento y la evolución de la deuda pública», Boletín Económico, número 2, BCE, 2019.

habiéndose revisado a la baja, en 0,5 % puntos porcentuales, la proyectada para 2021. Ello se debe fundamentalmente a unas proyecciones de superávit primario algo más elevado y a una ligera revisión a la baja del ajuste entre déficit y deuda.

### Gráfico 28

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



Fuentes: BCE y proyecciones macroeconómicas de los expertos del Euroistema de junio de 2019.

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

**Es necesario que los países velen por que sus políticas fiscales cumplan íntegramente el Pacto de Estabilidad y Crecimiento.** En particular, los países con niveles de deuda pública elevados deben situar su ratio de deuda en una senda descendente. Asimismo, todos los países deberían intensificar sus esfuerzos para lograr una composición de las finanzas públicas más favorable al crecimiento.