

# Evolución económica y monetaria

## Resumen

La información disponible desde la última reunión del Consejo de Gobierno celebrada a principios de junio indica que, aunque las nuevas mejoras en el empleo y la subida de los salarios continúan apoyando la resiliencia de la economía de la zona del euro, la suavización del ritmo de crecimiento a escala global y la debilidad del comercio internacional siguen lastrando las perspectivas para la zona del euro. Asimismo, la prolongada presencia de incertidumbres relacionadas con factores geopolíticos, las crecientes amenazas proteccionistas y las vulnerabilidades en los mercados emergentes, está moderando el clima económico, sobre todo en el sector de manufacturas. En este contexto, las presiones inflacionistas continúan siendo débiles y los indicadores de las expectativas de inflación han descendido. Por consiguiente, todavía se necesita un grado significativo de estímulo monetario para asegurar que las condiciones financieras 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. En consecuencia, el Consejo de Gobierno ajustó sus indicaciones sobre la orientación futura de los tipos de interés oficiales e hizo hincapié en su determinación de actuar si las perspectivas de inflación a medio plazo continúan por debajo de su objetivo.

Los indicadores de opinión sugieren que la actividad económica global siguió debilitándose en el segundo trimestre de 2019 y que el descenso del índice de directores de compras (PMI, por sus siglas en inglés) global de producción del sector servicios observado en junio plantea el riesgo de que se produzca un deterioro más generalizado de las perspectivas de crecimiento mundial. El crecimiento de las importaciones mundiales volvió a situarse en terreno positivo en abril, tras cuatro meses de contracción ininterrumpida, aunque la intensificación de las tensiones comerciales continúa. La inflación mundial descendió en mayo, debido fundamentalmente a la desaceleración de los precios de la energía.

Los tipos de interés libres de riesgo a largo plazo de la zona del euro han disminuido desde la reunión del Consejo de Gobierno de junio de 2019, en un entorno de expectativas de los mercados de mantenimiento de la orientación acomodaticia de la política monetaria. Los diferenciales de la deuda soberana se han mantenido prácticamente estables, aunque los de la deuda italiana registraron un acusado descenso. Los precios de las acciones han aumentado, favorecidos por los reducidos tipos de interés libres de riesgo, y los diferenciales de los valores de renta fija privada se han estrechado. En los mercados de divisas, el tipo de cambio efectivo del euro se ha depreciado moderadamente.

Tras registrar un incremento del 0,2 % en el cuarto trimestre de 2018, el PIB real de la zona del euro registró un avance intertrimestral del 0,4 % en el primer trimestre de 2019. Los últimos datos económicos y los resultados de las encuestas más recientes siguen apuntando a un crecimiento algo más lento en el segundo y el

tercer trimestre de este año. Ello refleja principalmente 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, la actividad en los servicios y en la construcción está mostrando capacidad de resistencia y el mercado de trabajo continúa mejorando. De cara al futuro, la expansión de la zona del euro seguirá estando respaldada por unas condiciones de financiación favorables, por mejoras adicionales del empleo y por subidas salariales, así como por la orientación moderadamente expansiva de las políticas fiscales en la zona del euro y por el crecimiento continuado, aunque algo menor, de la actividad mundial.

La inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro se incrementó hasta situarse en el 1,3 % en junio de 2019, desde el 1,2 % registrado en mayo, ya que la caída de la tasa de variación de los precios de la energía quedó compensada con creces con el aumento de la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos. 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 elevarse hacia finales del año. Haciendo abstracción de la reciente volatilidad atribuible a factores temporales, las medidas de la inflación subyacente se mantienen, en general, en niveles moderados. Los indicadores de las expectativas de inflación se han reducido. Aunque las presiones sobre los costes laborales se han intensificado y ampliado en un contexto de elevada utilización de la capacidad productiva y de incremento de las tensiones en los mercados de trabajo, la transmisión de las presiones de costes a la inflación está tardando más de lo previsto. A medio plazo se espera un aumento de la inflación subyacente, respaldado por las medidas de política monetaria, la expansión económica en curso y el mayor crecimiento de los salarios.

El crecimiento monetario mantuvo su fortaleza pese a la desaparición gradual del impacto positivo de las adquisiciones netas mensuales efectuadas en el marco del programa de compra de activos (APP, por sus siglas en inglés) y al crecimiento más débil de la economía de la zona del euro. El crédito al sector privado siguió siendo la principal fuente de creación de dinero y la contribución de los activos exteriores netos también continuó siendo considerable. La tasa de crecimiento de los préstamos concedidos a las sociedades no financieras se mantuvo relativamente robusta, al beneficiarse de los nuevos niveles históricamente bajos de los tipos de interés del crédito bancario y de las condiciones favorables de la financiación bancaria, pese a haberse observado un ligero endurecimiento de los criterios de concesión de los préstamos a las sociedades no financieras en el segundo trimestre de 2019. En mayo de 2019, las emisiones netas de valores representativos de deuda por parte de las sociedades no financieras de la zona del euro disminuyeron después de cuatro meses consecutivos de intensa actividad emisora. Los costes de financiación mediante valores de renta fija de este sector siguen siendo muy favorables.

En este contexto general, el Consejo de Gobierno decidió mantener sin variación los tipos de interés oficiales del BCE y espera que permanezcan en los niveles actuales o en niveles inferiores 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 su objetivo a medio plazo.

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

Asimismo, el Consejo de Gobierno subrayó la necesidad de mantener una orientación muy acomodaticia de la política monetaria durante un período prolongado, ya que las tasas de inflación, tanto observadas como proyectadas, se han mantenido persistentemente por debajo de los niveles acordes con su objetivo. En consecuencia, si las perspectivas de inflación a medio plazo continúan por debajo de su objetivo, el Consejo de Gobierno tiene la determinación de actuar conforme a su compromiso de simetría en el objetivo de inflación. Por tanto, está preparado para ajustar todos sus instrumentos de la forma adecuada para asegurar que la inflación avance hacia su objetivo de manera sostenida.

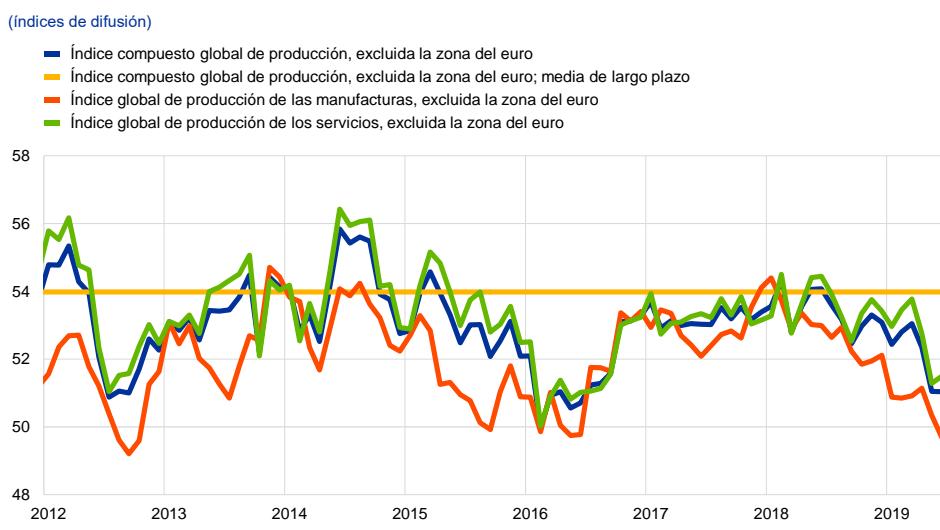
En este contexto, el Consejo de Gobierno ha encargado a los comités del Eurosistema pertinentes que examinen diversas opciones, entre ellas formas de reforzar las indicaciones sobre la orientación futura de los tipos de interés oficiales, medidas de mitigación —como el diseño de un sistema de tramos para la remuneración de las reservas— y opciones para el volumen y la composición de posibles nuevas compras netas de activos.

# 1

## Entorno exterior

**Los indicadores de opinión sugieren que la actividad económica global continuó debilitándose en el segundo trimestre de 2019.** El índice de directores de compras (PMI, por sus siglas en inglés) compuesto global de producción, excluida la zona del euro, no experimentó variación en junio (véase gráfico 1), ya que el avance marginal de la producción del sector servicios se vio contrarrestado por el descenso observado en las manufacturas. No obstante, en términos intertrimestrales, el PMI correspondiente al segundo trimestre se redujo hasta situarse en 51,5, desde un nivel de 52,8 en el trimestre anterior (debido a la caída de los índices de las manufacturas y de los servicios), una evolución acorde con la moderación de la actividad económica global. El PMI de producción del sector manufacturero descendió de forma ininterrumpida durante el año pasado y en junio se situó por debajo del umbral de 50, lo que indica una contracción de la actividad. Tras un período de estabilidad relativa, el PMI de los servicios también retrocedió en el segundo trimestre, aunque sigue señalando una expansión. La evolución de los distintos países fue heterogénea en el citado trimestre. En las economías avanzadas, el PMI compuesto de producción disminuyó en Estados Unidos y en el Reino Unido (en este último país se situó por debajo del umbral de expansión de la actividad en junio), mientras que en Japón aumentó ligeramente. En las economías emergentes, este índice prácticamente no varió en China, al tiempo que se redujo en India, Rusia y Brasil. En Brasil cayó hasta niveles inferiores al umbral de expansión, pese al moderado repunte registrado en junio.

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



Fuentes: Haver Analytics, Markit y cálculos del BCE.

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

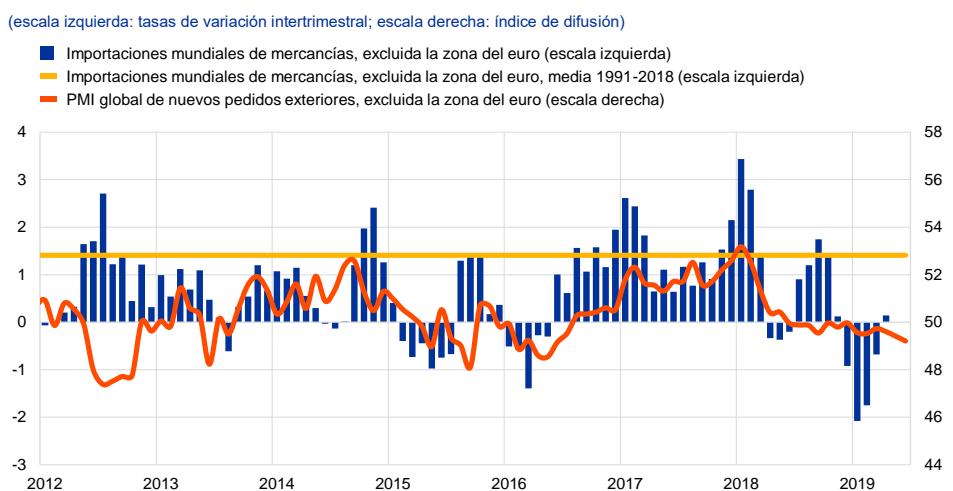
**La reducción del PMI global de producción del sector servicios observada en el segundo trimestre incrementa el riesgo de que se produzca un deterioro más generalizado de las perspectivas de crecimiento mundial.** El crecimiento

global de la inversión ha disminuido en los últimos trimestres, principalmente como consecuencia del aumento de la incertidumbre y del endurecimiento de las condiciones de financiación (véase recuadro 1). Hasta ahora, el avance del consumo privado en términos agregados ha mostrado mayor capacidad de resistencia, respaldado por la fortaleza de los mercados de trabajo. No obstante, el descenso registrado en el segundo trimestre en el PMI de producción de los servicios —que está estrechamente vinculado al consumo— plantea riesgos a la baja para las perspectivas de consumo a corto plazo. El crecimiento económico mundial podría verse respaldado en cierta medida por la relajación reciente de las condiciones financieras globales, favorecida, sobre todo, por las expectativas de los mercados de que las grandes economías adoptarán estrategias de expansión monetaria. Con todo, los riesgos para las perspectivas de crecimiento mundial siguen apuntando a la baja por la persistencia de la incertidumbre, en particular en relación con las tensiones comerciales.

**Después de cuatro meses de contracción ininterrumpida, el crecimiento de las importaciones mundiales volvió a situarse en terreno positivo en abril.** Según datos del CPB, las importaciones mundiales de mercancías (excluida la zona del euro) registraron una avance marginal en abril, tras cuatro meses de contracción ininterrumpida (véase gráfico 2). En las economías emergentes, las importaciones crecieron por primera vez en seis meses (0,9 %, frente a una caída del 1 % en marzo), mientras que en las avanzadas se redujeron un 0,5 %. Un abanico más amplio de indicadores de alta frecuencia sobre el comercio (que también incluyen mayo) sugieren que el crecimiento del comercio seguirá siendo positivo, aunque débil, a corto plazo. Con todo, el PMI de nuevos pedidos exteriores se mantuvo por debajo del umbral de expansión en junio (véase gráfico 2).

## Gráfico 2

### Comercio mundial y pedidos exteriores



Fuentes: Markit, CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis y cálculos del BCE.  
 Nota: Las últimas observaciones corresponden a abril de 2019 (importaciones mundiales de mercancías) y a junio de 2019 (PMI).

**La intensificación de las tensiones comerciales continúa.** En mayo se produjo una escalada de las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China, cuando el primero anunció subidas de los aranceles a las importaciones chinas y China

respondió aumentando los aranceles a las importaciones estadounidenses. Con todo, en la cumbre del G-20 celebrada en Osaka a finales de junio los dos países alcanzaron un acuerdo para reiniciar las negociaciones comerciales. Además, el presidente Trump anunció la suspensión de las restricciones a las empresas nacionales que venden material a Huawei Technologies que el Departamento de Comercio estadounidense había anunciado a mediados de mayo. No obstante, otras cuestiones comerciales siguen sin resolverse. La Administración de Estados Unidos ha aplazado la decisión sobre posibles incrementos de los aranceles a los automóviles hasta mediados de noviembre de este año, al tiempo que las negociaciones con la UE sobre un nuevo acuerdo comercial, anunciado en julio de 2018, siguen en curso.

**La inflación mundial descendió en mayo.** En los países de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), la inflación interanual de los precios de consumo descendió hasta situarse en el 2,3 % en mayo, desde el 2,5 % de abril, debido fundamentalmente a la desaceleración de los precios de la energía. Si se excluyen los precios de la energía y los alimentos, la inflación interanual en la OCDE registró una reducción marginal en mayo, hasta el 2,1 %. Las tensiones en los mercados de trabajo de importantes economías avanzadas, en particular en Estados Unidos, solo se han plasmado, por el momento, en incrementos salariales moderados, lo que sugiere que las presiones inflacionistas subyacentes continúan siendo débiles.

**Los precios del petróleo han aumentado marginalmente desde principios de junio.** Las tensiones en Oriente Próximo generadas por las hostilidades entre Estados Unidos e Irán, así como el acuerdo alcanzado por importantes productores de crudo de prorrogar nueve meses los recortes de la producción, han sostenido el precio de esta materia prima. No obstante, las revisiones a la baja de las expectativas de demanda de petróleo han aliviado las tensiones en los mercados y han afectado a los precios. Entre las materias primas no energéticas, los precios de los metales se han incrementado como consecuencia de las restricciones de oferta en el mercado de mineral de hierro, mientras que los de los alimentos prácticamente no han variado.

**La expansión de la economía estadounidense sigue siendo sólida, pero es probable que el ritmo de crecimiento experimente una desaceleración.** El PIB real de Estados Unidos avanzó a una tasa anualizada del 3,1 % en el primer trimestre de 2019, desde el 2,2 % del trimestre anterior. La aceleración observada en el primer trimestre reflejó el repunte del gasto público, de las existencias del sector privado y de las exportaciones netas, que se vio parcialmente compensado por la desaceleración del consumo privado. Aunque el crecimiento total del PIB continúa estando respaldado por unos fundamentos sólidos, sobre todo por la fortaleza del mercado de trabajo, la actividad económica se habría ralentizado en el segundo trimestre de este año, ya que los efectos de las medidas de estímulo fiscal de 2018 desaparecieron y el impacto positivo de las existencias revirtió. Las presiones inflacionistas se mantienen contenidas. La inflación interanual medida por el IPC disminuyó ligeramente y se situó en el 1,6 % en junio, desde el 1,8 % de mayo. Esta disminución estuvo impulsada principalmente por la acusada caída de

los precios de la energía. La inflación, excluidos la energía y los alimentos, registró un aumento marginal y se situó en el 2,1 %.

**En Japón, la actividad económica se fortaleció en el primer trimestre de 2019, pese al debilitamiento de la confianza.** El PIB real se incrementó un 0,6 %, en términos intertrimestrales, en el primer trimestre de 2019, desde el 0,5 % del trimestre anterior. El crecimiento estuvo respaldado principalmente por las exportaciones netas, ya que las importaciones cayeron considerablemente, al tiempo que la demanda interna siguió siendo débil. Los indicadores de alta frecuencia señalan un fortalecimiento de la actividad interna en el segundo trimestre. El crecimiento del consumo privado aumentó en abril y en mayo, debido, en parte, al impacto de la mayor duración de las vacaciones de la Semana Dorada a principios de mayo, mientras que el aumento de las adquisiciones de bienes duraderos podría reflejar adelantos de compras en previsión de la subida del IVA prevista para octubre. A su vez, el mayor dinamismo del consumo sostuvo las importaciones, que en el segundo trimestre se recuperaron con respecto a los niveles excepcionalmente bajos registrados en el trimestre precedente. La inflación medida por los precios de consumo se redujo ligeramente en mayo y se situó en el 0,7 %, frente al 0,9 % de abril, reflejo principalmente de las expectativas de disminución de los precios de los servicios de alojamiento como consecuencia de la acusada caída de la demanda tras la ampliación de las vacaciones de la Semana Dorada este año. La inflación, excluidos la energía y los alimentos, también se moderó y en tasa interanual se situó en el 0,3 %, frente al 0,5 % de abril.

**En el Reino Unido, el crecimiento del PIB real se aceleró hasta el 0,5 % en el primer trimestre de 2019, frente al 0,2 % registrado al final del año pasado, principalmente como consecuencia de la acumulación de existencias relacionada con el Brexit.** La contribución de la demanda interna fue positiva, al tiempo que la demanda exterior neta redujo el avance del PIB porque las importaciones repuntaron. La inversión empresarial aumentó después de cuatro trimestres de contracción. La sustancial contribución de las existencias al crecimiento intertrimestral y el incremento excepcionalmente acusado de las importaciones reflejaron la mayor acumulación de existencias en un contexto de crecientes temores de un Brexit «sin acuerdo» a finales de marzo. En general, se espera que la actividad económica continúe siendo débil en los próximos trimestres, dada la elevada incertidumbre relacionada con el Brexit y la preocupación más general sobre la evolución económica global. La inflación interanual medida por el IPC fue del 2 % en junio de 2019, sin variación con respecto a mayo.

**En China, el crecimiento económico se desaceleró en el segundo trimestre.** La tasa de crecimiento interanual del PIB real cayó hasta el 6,2 %, frente al 6,4 % del primer trimestre. El consumo final fue el que más contribuyó al crecimiento, y la disminución observada en su contribución se vio compensada por la mayor aportación de la formación de capital, mientras que la contribución de las exportaciones netas se redujo. Los datos de junio sobre producción industrial, ventas al por menor e inversión en activos fijos sugieren que el crecimiento ha repuntado, tras registrar tasas más bajas los dos meses precedentes. Las autoridades han indicado que tienen intención de mantener el apoyo monetario y

fiscal con el fin de estabilizar el crecimiento en línea con el objetivo oficial para 2019 (6 %-6,5 %). La inflación interanual medida por el IPC permaneció estable en junio (2,7 %), mientras que la inflación, excluidos la energía y los alimentos, se mantuvo en el 1,6 %.

## 2

## Evolución financiera

### **Los rendimientos de la deuda soberana a largo plazo han disminuido en la zona del euro, siguiendo la tendencia a la baja iniciada a finales de 2018.**

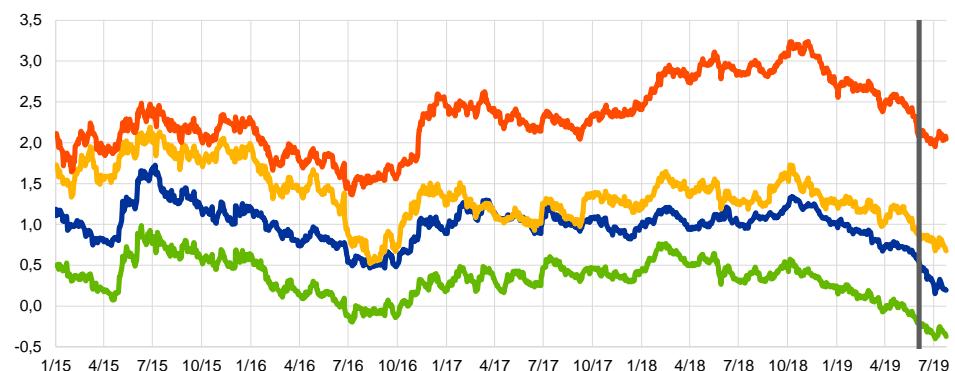
Durante el período de referencia (del 6 de junio al 24 de julio de 2019), el rendimiento de la deuda soberana a diez años de la zona del euro ponderado por el PIB se redujo 29 puntos básicos, hasta situarse en el 0,19 %, en un entorno de expectativas de los mercados de mantenimiento de la orientación acomodaticia de la política monetaria (véase gráfico 3). Los rendimientos de la deuda soberana a diez años de Estados Unidos y del Reino Unido también descendieron durante el período considerado y se situaron alrededor del 2,05 % y del 0,68 %, respectivamente.

**Gráfico 3**

Rendimientos de la deuda soberana a diez años

(porcentajes)

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



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

Notas: Datos diarios. La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (6 de junio de 2019). La última observación corresponde al 24 de julio de 2019.

**Los diferenciales de la deuda soberana de la zona del euro con respecto al tipo OIS libre de riesgo permanecieron estables, en general, aunque los diferenciales soberanos italianos se redujeron considerablemente.** El diferencial de la deuda soberana de Alemania se incrementó 8 puntos básicos, hasta el -0,27 %, mientras que los diferenciales de la deuda francesa se mantuvieron sin cambios en el 0,00 %. Los diferenciales de la deuda soberana de España y Portugal descendieron marginalmente, unos 3 puntos básicos, y se situaron en el 0,47 % y en el 0,54 %, respectivamente. Tras la decisión de la Comisión Europea de no abrir un procedimiento de déficit excesivo a Italia, los diferenciales de rendimiento de la deuda soberana italiana experimentaron una caída de 77 puntos básicos, hasta situarse aproximadamente en el 1,60 %.

**Los índices bursátiles amplios de la zona del euro repuntaron en un entorno de tipos de interés libres de riesgo más bajos.** Durante el período analizado, las

cotizaciones del sector financiero y de las sociedades no financieras de la zona del euro registraron un alza del 3,3 % y del 6,2 %, respectivamente. Los precios de las acciones se vieron respaldados, principalmente, por la disminución de los tipos libres de riesgo, reflejo de las expectativas de una orientación más acomodaticia de la política monetaria, así como de la evolución positiva de las expectativas de beneficios de las sociedades no financieras.

**Los diferenciales de rendimiento de los valores de renta fija privada de la zona del euro se estrecharon durante el período analizado.** En línea con las citadas mejoras en las cotizaciones, el diferencial de los valores de renta fija con calificación de grado de inversión de las sociedades no financieras con respecto al tipo libre de riesgo disminuyó en unos 20 puntos básicos desde el comienzo del período de referencia y se situó en 60 puntos básicos. Los diferenciales de la deuda del sector financiero también se redujeron, en torno a 20 puntos básicos, hasta situarse en 77 puntos básicos. En conjunto, pese a que los diferenciales de los valores de renta fija privada se encuentran actualmente por encima de los mínimos registrados a principios de 2018, se mantienen unos 50 puntos básicos por debajo de los niveles observados en marzo de 2016, antes del anuncio y la posterior puesta en marcha del programa de compras de bonos corporativos.

**El índice medio del tipo de interés del euro a un día (eonia) se situó, en promedio, en –36 puntos básicos durante el período considerado.** El exceso de liquidez se redujo en unos 199 mm de euros, hasta una cifra aproximada de 1.705 mm de euros. Este descenso se debió principalmente al aumento de los factores autónomos de absorción de liquidez y, en menor medida, a los reembolsos voluntarios realizados en el marco de la segunda serie de operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO-II, por sus siglas en inglés).

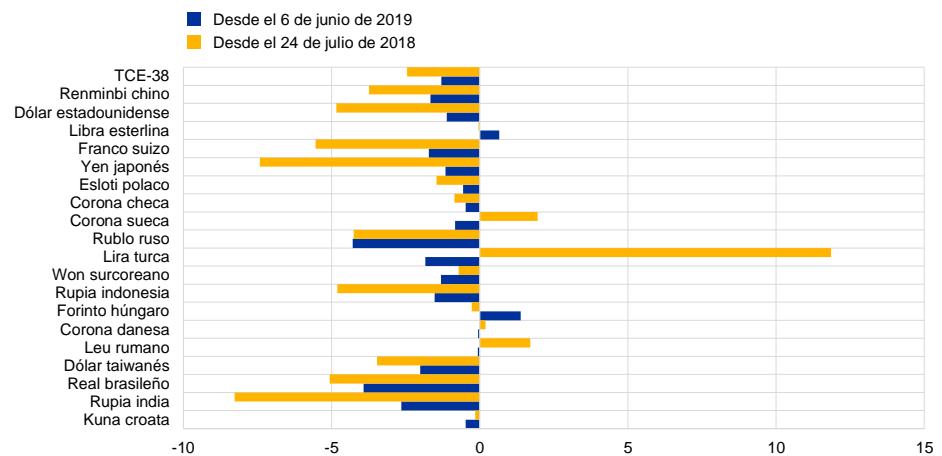
**La curva de tipos forward del eonia siguió desplazándose a la baja durante el período analizado.** La curva registró un mínimo de alrededor del –0,6 % para horizontes ligeramente superiores a un año. En general, la curva se mantiene por debajo de cero en los horizontes anteriores a 2025, lo que refleja las expectativas de los mercados de que los tipos de interés permanecerán en niveles negativos durante un período prolongado.

**En los mercados de divisas, el tipo de cambio efectivo del euro se depreció durante el período analizado (véase gráfico 4).** El tipo de cambio efectivo nominal del euro, medido frente a las monedas de 38 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro, se depreció un 1,3 %. Este comportamiento reflejó el debilitamiento de la moneda única frente al dólar estadounidense (1,1 %), el renminbi chino (1,7 %), el yen japonés (1,2 %) y el franco suizo (1,7 %). El euro también perdió valor frente a las monedas de la mayoría de las economías emergentes. Al mismo tiempo, se apreció frente a la libra esterlina (0,7 %), en un contexto de incertidumbre relacionada con el Brexit.

#### Gráfico 4

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

(tasas de variación)



Fuente: BCE.

Notas: «TCE-38» se refiere al tipo de cambio efectivo nominal del euro frente a las monedas de 38 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro. Todas las variaciones se han calculado utilizando los tipos de cambio vigentes el 24 de julio de 2019.

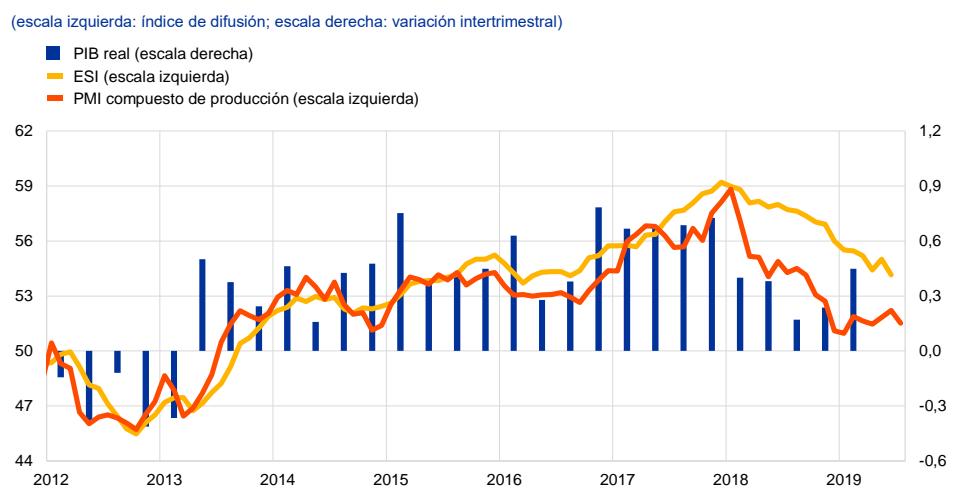
### 3

## Actividad económica

**Aunque el avance del PIB en el primer trimestre de 2019 fue algo mayor de lo esperado, los últimos datos y los resultados de las encuestas más recientes apuntan a un crecimiento algo más bajo en los próximos trimestres.** La tasa de crecimiento intertrimestral del PIB real fue del 0,4 % en el primer trimestre de 2019, tras crecer un 0,2 % en el último trimestre de 2018 (véase gráfico 5). La demanda interna y la demanda exterior neta contribuyeron positivamente al avance del PIB en el primer trimestre, mientras que la aportación de la variación de existencias fue neutral. Los indicadores económicos señalan un crecimiento continuado, aunque algo menor, en el segundo y en el tercer trimestre de 2019.

**Gráfico 5**

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



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

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

**Los mercados de trabajo de la zona del euro se mantuvieron vigorosos.** En el primer trimestre de 2019, el empleo creció un 0,4 % —frente al 0,3 % registrado en el último trimestre de 2018—, beneficiándose del fuerte avance del producto. El crecimiento del empleo fue generalizado en los distintos países y sectores. En particular, se mantuvo sólido si se compara con el avance del PIB. El empleo acumula 23 trimestres consecutivos de crecimiento desde mediados de 2013, y el número de personas ocupadas se ha incrementado en casi 11 millones. Por su parte, la productividad por persona ocupada aumentó un 0,1 % en el primer trimestre de 2019, en términos intertrimestrales, tras registrar ligeras caídas en la segunda mitad de 2018.

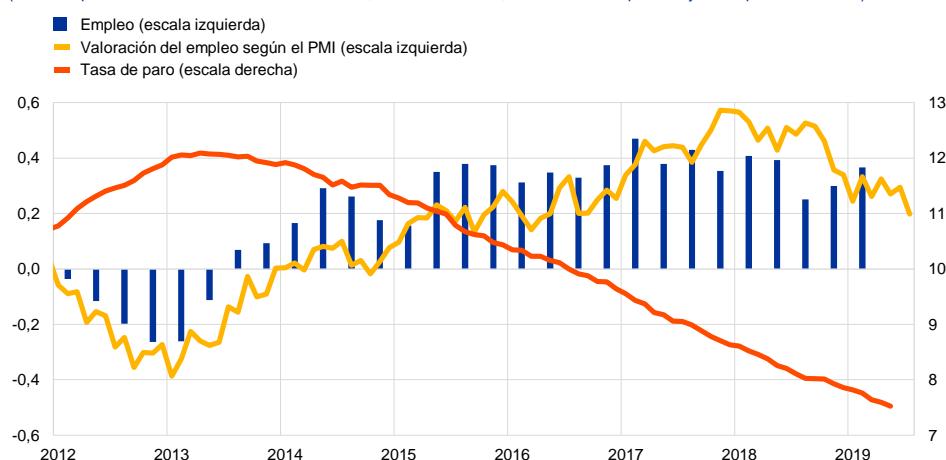
**De cara al futuro, los datos y los indicadores de opinión recientes siguen señalando un crecimiento positivo del empleo.** La tasa de paro de la zona del euro se situó en el 7,5 % en mayo, frente al 7,6 % observado en abril, y se está

acerando gradualmente a los niveles anteriores a la crisis. Aunque los indicadores coyunturales procedentes de encuestas descendieron con respecto a los elevados niveles registrados en 2018, continúan sugiriendo que el crecimiento del empleo será positivo en el futuro próximo.

### Gráfico 6

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

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



Fuentes: Eurostat, Markit y cálculos del BCE.

Notas: El PMI se expresa como una desviación de 50 dividido por 10. Las últimas observaciones corresponden al primer trimestre de 2019 para el empleo, a julio de 2019 para el PMI y a mayo de 2019 para la tasa de paro.

**El avance del empleo sigue impulsando la renta de los hogares y el gasto en consumo.** En el primer trimestre de 2019, el consumo privado aumentó un 0,5 %, en tasa intertrimestral, tras registrar un avance algo más débil en el trimestre anterior. La renta real disponible de los hogares ha quedado al margen, en gran medida, de la reciente desaceleración del crecimiento. La tasa de crecimiento interanual de la renta bruta disponible real se incrementó hasta el 2,7 % en el primer trimestre de 2019, desde el 1,5 % observado en el cuarto trimestre de 2018. En general, la expansión del empleo ha mantenido su fortaleza durante la reciente desaceleración del crecimiento, sosteniendo las rentas del trabajo. Además, la reducción de los impuestos directos y de las cotizaciones sociales —reflejo de las medidas fiscales adoptadas en algunos países de la zona del euro (principalmente, en Francia y en Italia)— ha contribuido positivamente al poder adquisitivo de los hogares. La tasa de ahorro siguió aumentando en el primer trimestre de 2019, ya que el crecimiento de la renta fue superior al del consumo.

**En los próximos meses, el consumo privado debería continuar creciendo de forma sostenida.** Los datos recientes sobre el volumen de ventas del comercio minorista y las matriculaciones de automóviles apuntan a que el gasto en consumo habría aumentado en el segundo trimestre de 2019. Otros indicadores corroboran la idea de que el crecimiento sostenido del consumo se mantuvo. La confianza de los consumidores, que había seguido una tendencia a la baja, en general, desde finales de 2017, se estabilizó en el primer y en el segundo trimestre de 2019. En julio aumentó ligeramente y permaneció en un nivel por encima de su media de largo plazo. Los resultados de las últimas encuestas también señalan nuevas mejoras en

el mercado de trabajo que deberían seguir impulsando la renta de los hogares y el gasto en consumo.

**Se prevé que el crecimiento de la inversión siga siendo moderado a corto plazo.** En el primer trimestre de 2019, la inversión, excluida la construcción, se contrajo un 1,1 %, en tasa intertrimestral, tras registrar un crecimiento sólido (del 1,8 %) en el cuarto trimestre de 2018. En cambio, el avance intertrimestral de la inversión en construcción se aceleró hasta el 1,4 % en el primer trimestre del año, gracias al dinámico crecimiento (del 0,9 %) de la inversión residencial. En general, se observó un ligero ascenso de la formación bruta de capital fijo, que aumentó un 0,1 % en términos intertrimestrales. Los resultados de las encuestas recientes apuntan a una moderación continuada del crecimiento de la inversión, excluida la construcción. La confianza del sector de bienes de equipo disminuyó en junio, como consecuencia del deterioro del clima económico registrado, en promedio, en el segundo trimestre de 2019. Además, en los meses de abril y mayo, el índice mensual de producción industrial de bienes de equipo se situó, en promedio, en un nivel inferior a la media del primer trimestre del año. Otros indicadores, como los de nuevos pedidos y nuevos pedidos exteriores, también son acordes con un crecimiento débil de la inversión a corto plazo en un contexto de incertidumbre a escala mundial y de mayor debilidad de la demanda exterior. Concretamente, un nuevo aumento de la incertidumbre sobre las perspectivas del comercio mundial puede plantear un riesgo a la baja para el avance de la inversión, que se plasmaría en una disminución de los pedidos y de las expectativas de producción, y en un aplazamiento de las decisiones de inversión. En cuanto a la inversión en construcción, el índice de producción de este sector se contrajo tanto en abril como en mayo, mientras que, hasta junio, el índice de directores de compras (PMI) y el indicador de confianza de la construcción de la Comisión Europea seguían apuntando a un crecimiento continuado, aunque en fase de moderación, de la inversión en construcción en el segundo trimestre de 2019.

**Tras sorprender al alza en el primer trimestre de 2019, el comercio de la zona del euro no parece estar cobrando impulso.** La contribución positiva (del 0,2 %) de la demanda exterior neta al avance del PIB de la zona del euro en el primer trimestre del año se debió, fundamentalmente, a la extraordinaria fortaleza de las exportaciones al Reino Unido, que estuvo relacionada, casi con toda probabilidad, con un incremento excepcional de las existencias por parte de empresas en ese país en el período previo a la fecha inicialmente fijada para el Brexit. Los datos nominales sobre el comercio de bienes de la zona del euro disponibles hasta mayo muestran una volatilidad relativa y señalan un empeoramiento de las importaciones y de las exportaciones en el segundo trimestre de 2019 (–0,5 % y –0,4 %, respectivamente, en términos intertrimestrales). Este descenso se ha debido, en gran medida, a la evolución del comercio con países no pertenecientes a la zona del euro. En particular, las exportaciones de la zona al Reino Unido registraron una fuerte corrección en abril, mientras que las dirigidas a Estados Unidos, China y Turquía se mantuvieron contenidas. De cara al futuro, los indicadores adelantados de exportaciones de la zona del euro no muestran señales claras de que se haya tocado fondo. Según las estimaciones de avance, el PMI de nuevos pedidos exteriores del sector manufacturero descendió hasta situarse en 44,3 en

julio y permaneció en territorio contractivo. El análisis de los niveles de las carteras de pedidos que realiza la Comisión Europea señala que los niveles han caído hasta –14,1 en junio, la cifra más baja desde noviembre de 2013. Sin embargo, los indicadores de transporte de mercancías perfilan un panorama más optimista para los próximos meses.

**Los últimos datos y los resultados de las encuestas más recientes sugieren un crecimiento algo más bajo en el segundo y en el tercer trimestre de 2019.** Esta moderación del crecimiento puede atribuirse, fundamentalmente, a la debilidad del comercio mundial y a la presencia prolongada de incertidumbres. Por ejemplo, aunque la producción industrial registró un incremento intermensual del 0,9 % en mayo, en ese mes y en abril se mantuvo, en promedio, ligeramente por debajo de la media del primer trimestre de 2019. Por lo que se refiere a indicadores de opinión más recientes, en el segundo trimestre del año el indicador de sentimiento económico de la Comisión Europea se situó, en promedio, en cotas inferiores a su nivel medio para el primer trimestre. Entretanto, el PMI compuesto de producción aumentó levemente entre el primer y en el segundo trimestre, antes de retroceder en julio.

**De cara al futuro, la expansión de la zona del euro seguirá sustentándose en unas condiciones de financiación favorables.** Además, el crecimiento también debería verse respaldado por mejoras adicionales del empleo, subidas salariales, el descenso de los precios de la energía y la continuada, aunque algo más lenta, expansión de la actividad mundial. Los resultados de la última [encuesta a expertos en previsión económica del BCE](#), realizada a principios de julio, muestran que las previsiones del sector privado sobre el crecimiento del PIB para 2019, 2020 y 2021 prácticamente no han variado con respecto a la encuesta anterior, llevada a cabo a principios de abril.

**Los riesgos para las perspectivas de crecimiento de la zona del euro siguen apuntando a la baja.** Ello refleja la prolongada presencia de incertidumbres relacionadas con factores geopolíticos, la creciente amenaza del proteccionismo y las vulnerabilidades en los mercados emergentes.

## 4

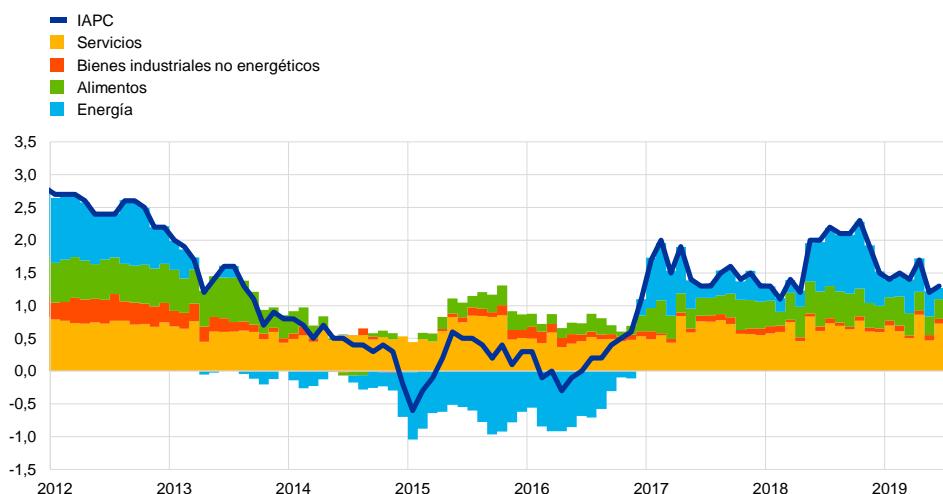
## Precios y costes

**La inflación medida por el IAPC aumentó hasta situarse en el 1,3 % en junio de 2019, desde el 1,2 % registrado en mayo de 2019.** Este incremento se atribuyó, principalmente, al aumento de la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, que compensó con creces el descenso de la tasa de variación de los precios de la energía.

**Gráfico 7**

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

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Las últimas observaciones corresponden a junio de 2019. Las tasas de crecimiento correspondientes a 2015 están distorsionadas al alza debido a un cambio metodológico (véase el recuadro titulado «Un nuevo método para calcular el Índice de precios de los paquetes turísticos en Alemania y su impacto en las tasas de inflación medida por el IAPC», Boletín Económico, número 2, BCE, 2019).

**Los indicadores de la inflación subyacente permanecieron, en general, en niveles moderados y mantuvieron su estabilidad.** La inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, aumentó hasta situarse en el 1,1 % en junio, desde el 0,8 % registrado en mayo. Sin embargo, este incremento se debió, sobre todo, a efectos de calendario, particularmente evidentes en la pronunciada subida de los precios de los paquetes turísticos, que se esperaba que volvieran a descender en julio. La inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, está sujeta a la volatilidad a corto plazo de los precios de los servicios relacionados con turismo y viajes y de los artículos de vestir, lo que hace menos claras las señales proporcionadas por este índice sobre los movimientos de la inflación subyacente. Las medidas que ayudan a hacer abstracción de esta volatilidad se mantuvieron prácticamente sin variación. Por ejemplo, la inflación medida por el IAPC —excluidos la energía, los alimentos, los servicios relacionados con turismo y viajes, y los artículos de vestir— se situó en el 1,1 % en junio, igual que en el mes precedente. Las señales procedentes de otras medidas de la inflación subyacente, como el indicador PCCI (componente persistente y común de la

inflación) y el indicador *Supercore* (inflación «supersubyacente»)<sup>1</sup>, señalaron también que la estabilidad general observada persistirá durante varios trimestres.

**Las presiones inflacionistas a lo largo de la cadena de producción sobre el componente de bienes industriales no energéticos del IAPC se redujeron, pero se mantuvieron muy por encima de su media histórica en las fases posteriores de la cadena.** La tasa de variación interanual de los precios de producción de bienes de consumo no alimenticio destinados a ventas interiores fue del 0,8 % en mayo, frente al 0,9 % de abril, pero continúa por encima de su media histórica del 0,55 %. Tras haber aumentado de forma sostenida desde el mínimo del 0,3 % registrado en diciembre de 2018, hasta situarse en el 1,7 % en abril de 2019, la correspondiente tasa de avance interanual de los precios de importación se redujo y se situó en el 1,1 % en mayo. Las presiones inflacionistas también disminuyeron en las primeras fases del proceso de formación de precios, y los precios de las materias primas tanto energéticas como no energéticas registraron un descenso interanual.

**El crecimiento de los salarios siguió siendo vigoroso.** La tasa de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado se situó en el 2,2 % en el cuarto trimestre de 2018 y en el 2,3 % en el primer trimestre de 2019. Esta última tasa se vio afectada por una caída significativa de las cotizaciones sociales<sup>2</sup>. Al margen de esos factores transitorios, la tasa de avance interanual de la remuneración por asalariado se ha estabilizado desde mediados de 2018 en un nivel ligeramente superior a su media histórica del 2,1 %<sup>3</sup>.

**Los indicadores de mercado de las expectativas de inflación a largo plazo se mantuvieron, en general, sin cambios, mientras que los indicadores de opinión registraron un leve descenso.** El tipo *swap* de inflación a cinco años dentro de cinco años se situó en el 1,29 %, básicamente en consonancia con el nivel observado a principios de junio, pero después de registrar una volatilidad notable durante el período (véase gráfico 8). La probabilidad de deflación basada en datos de mercado sigue siendo muy limitada, pese a haber mostrado una tendencia ascendente a lo largo del período analizado. Al mismo tiempo, 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 % a medio plazo. Los resultados de la encuesta del BCE a expertos en previsión económica (EPE) correspondiente al tercer trimestre de 2019 sitúan las previsiones medias de inflación anual medida por el IAPC en el 1,3 %, el 1,4 % y el 1,5 % para 2019, 2020 y 2021, respectivamente. Estos resultados representan una revisión a la baja de 0,1 puntos porcentuales para

---

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

<sup>2</sup> Esta disminución está relacionada con el crédito fiscal para incentivar la competitividad y el empleo (*crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi* o CICE) de Francia, que fue sustituido por una rebaja permanente de las cotizaciones sociales a cargo de los empresarios en el primer trimestre de 2019.

<sup>3</sup> La media histórica se basa en los datos correspondientes al período comprendido entre el primer trimestre de 1999 y el primer trimestre de 2019.

cada año en comparación con la encuesta anterior. Las expectativas medias de inflación a largo plazo se redujeron del 1,8 % al 1,7 %.

### Gráfico 8

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



Fuentes: Encuesta a expertos en previsión económica (EPE) del BCE, proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosystema para la zona del euro (junio de 2019) y Consensus Economics.

Notas: La encuesta EPE correspondiente al tercer trimestre de 2019 se realizó entre el 1 y el 5 de julio. La curva implícita en los mercados se basa en la tasa de inflación a un año y en la tasa de inflación *forward* a un año dentro de un año, la tasa de inflación *forward* a un año dentro de dos años, la tasa de inflación *forward* a un año dentro de tres años y la tasa de inflación *forward* a un año dentro de cuatro años. Las últimas observaciones relativas a la inflación implícita en los mercados corresponden al 24 de julio de 2019.

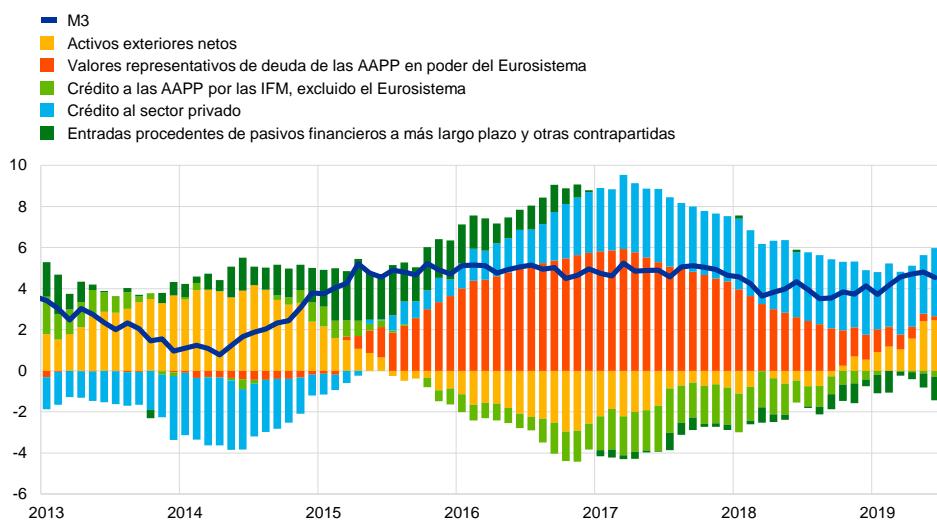
## 5

## Dinero y crédito

**El crecimiento monetario mantuvo su fortaleza pese a la desaparición gradual del impacto positivo de las adquisiciones netas mensuales realizadas en el marco del programa de compra de activos (APP, por sus siglas en inglés) y al crecimiento más débil de la economía de la zona del euro.** La tasa de avance interanual del agregado monetario amplio (M3) se situó en el 4,5 % en junio de 2019, frente al 4,8 % de mayo, como consecuencia de un efecto base negativo, por lo que retornó a los niveles observados en marzo de 2019 (véase gráfico 9). La expansión del agregado monetario amplio siguió estando respaldada por el menor coste de oportunidad de mantener M3. La contribución positiva de las compras netas efectuadas en el contexto del APP al crecimiento interanual de M3 ha vuelto a disminuir y ahora es marginal. El agregado monetario estrecho (M1) también continuó registrando un ritmo de crecimiento vigoroso, con una tasa interanual del 7,2 % en junio de 2019, sin variación con respecto a mayo, 1 punto porcentual superior al mínimo puntual observado en enero de 2019. Entre sus componentes, la tasa de avance interanual del efectivo en circulación mantuvo su solidez, aunque no se sitúa en niveles excepcionalmente elevados en términos históricos, lo que señala que no se ha generalizado la sustitución por efectivo. De cara al futuro, el nivel actual del crecimiento de M1 real sigue indicando que es poco probable que se produzca una recesión inminente en la zona del euro.

**Gráfico 9**  
**M3 y sus contrapartidas**

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



Fuente: BCE.

Notas: El crédito al sector privado comprende los préstamos concedidos por las IFM al sector privado y las tenencias de las IFM de valores emitidos por el sector privado de la zona del euro, excluidas las IFM. Por tanto, también incluye las adquisiciones de valores representativos de deuda del sector privado, excluidas las IFM, realizadas por el Eurosystema en el marco del programa de compras de bonos corporativos. La última observación corresponde a junio de 2019.

**Aunque el crédito al sector privado siguió siendo la principal fuente de creación de dinero, los flujos monetarios externos también contribuyeron considerablemente al crecimiento monetario.** La contribución del crédito al sector

privado al crecimiento del agregado monetario amplio aumentó en junio de 2019, después de haberse estabilizado en los últimos meses (véanse las barras de color azul del gráfico 9), en un contexto de debilitamiento de la actividad económica, en general, desde la segunda mitad de 2018. La menor contribución automática del APP observada en los últimos meses (véanse las barras de color rojo del gráfico 9) se ha visto compensada por el aumento de un componente importante, los activos exteriores netos (véanse las barras de color amarillo del gráfico 9), que han tenido un impacto positivo en el crecimiento de M3 desde octubre de 2018. No obstante, el fuerte incremento de la aportación de los flujos monetarios externos al crecimiento interanual de M3, que coincidió con el mayor interés mostrado por los inversores extranjeros en la zona del euro, suele ser volátil y, por consiguiente, es posible que no sea duradero. La contribución del crédito a las Administraciones Públicas concedido por las instituciones financieras monetarias (IFM) de la zona del euro, excluido el Eurosistema (véanse las barras de color verde claro del gráfico 9), al avance de M3 continuó siendo marginalmente negativa, después de registrar niveles muy negativos en el período de compras netas efectuadas en el marco del APP, cuando las entidades de crédito tendieron a reducir sus tenencias de deuda pública. Del mismo modo, los pasivos financieros a más largo plazo siguieron representando un ligero lastre para el crecimiento interanual del agregado monetario amplio (véanse las barras de color verde oscuro del gráfico 9).

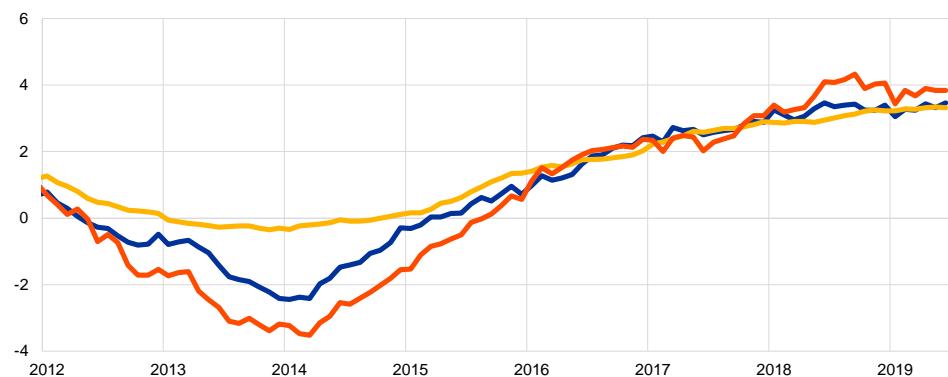
**Los préstamos a sociedades no financieras de la zona del euro mantuvieron su crecimiento relativamente robusto, al beneficiarse de los nuevos niveles históricamente bajos de los tipos de interés del crédito bancario.** La tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las IFM al sector privado (ajustados de titulizaciones, otras transferencias y centralización nocial de tesorería [*notional cash pooling*]) aumentó hasta el 3,5 % en junio de 2019, desde el 3,3 % registrado en mayo (véase gráfico 10). Tras la moderación observada hasta enero de 2019 (hasta situarse en el 3,4 %), la tasa de avance interanual de los préstamos a sociedades no financieras se mantuvo sin cambios en el 3,8 % en junio de 2019. Esta evolución está en consonancia con el retardo del patrón cíclico de estos préstamos con respecto a la actividad económica real y con la ralentización de la demanda agregada observada a lo largo de 2018. Con todo, el crecimiento de estos préstamos permaneció en niveles cercanos a su máximo de septiembre de 2018, que fue del 4,3 %. Los préstamos a hogares crecieron a una tasa interanual del 3,3 % en junio de 2019, sin variación con respecto a mayo. En conjunto, el crecimiento de los préstamos siguió beneficiándose de los niveles históricamente bajos de los tipos de interés del crédito bancario y de las condiciones favorables de la oferta de crédito bancario en general. Asimismo, las entidades de crédito han avanzado en el saneamiento de sus balances, aunque el volumen de préstamos dudosos (NPL, por sus siglas en inglés) sigue siendo elevado en algunos países y puede haber dado lugar a un endurecimiento de las condiciones de financiación, como también se indicó en la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de julio de 2019 (véase el texto que sigue)<sup>4</sup>.

<sup>4</sup> Véase también el capítulo 3 del informe «*Financial Stability Review*», BCE, mayo de 2019.

**Gráfico 10****Préstamos al sector privado**

(tasa de crecimiento interanual)

- Préstamos al sector privado
- Préstamos a hogares
- Préstamos a sociedades no financieras



Fuente: BCE.

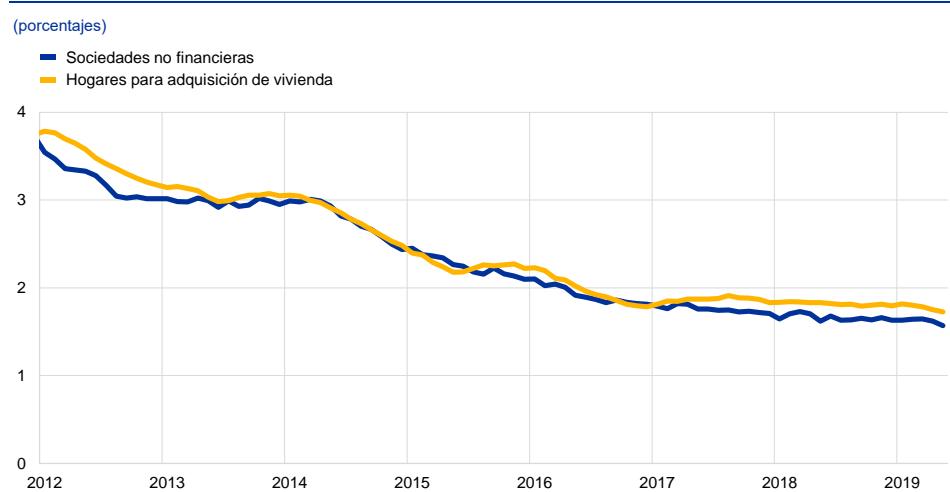
Notas: Préstamos ajustados de titulizaciones, otras transferencias y centralización nocial de tesorería (*notional cash pooling*). La última observación corresponde a junio de 2019.

**Según la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro, los criterios de aprobación de los préstamos concedidos a empresas se endurecieron en un contexto de mayor incertidumbre sobre las perspectivas económicas.** Aunque en la encuesta anterior las entidades de crédito participantes esperaban que estos criterios se relajaran ligeramente en términos netos, los criterios de aprobación de los préstamos concedidos a empresas se endurecieron en el segundo trimestre de 2019, lo que supuso el final del período de relajación neta que había comenzado en 2014. Este endurecimiento neto se debió, principalmente, a la contribución negativa de la percepción de riesgos relacionada con un deterioro de la situación específica de las empresas y de la economía en general, mientras que la competencia ejerció presión en sentido contrario. Al mismo tiempo, los criterios de concesión de los préstamos a hogares apenas variaron. Según lo indicado en la encuesta, la demanda de crédito aumentó en todas las modalidades de préstamos en el segundo trimestre de 2019. Si bien las necesidades de financiación de la inversión en capital fijo y los reducidos tipos de interés favorecieron la demanda de préstamos a las sociedades no financieras en ese trimestre, las necesidades de financiación de las existencias y el capital circulante no sustentaron esta demanda, lo que refleja la sensibilidad de este factor al ciclo económico. En el segundo trimestre de 2019, la demanda de préstamos para adquisición de vivienda continuó creciendo, impulsada por el bajo nivel de tipos de interés y por las perspectivas del mercado de la vivienda, que siguieron mejorando. En el mismo trimestre, las entidades de crédito de la zona del euro también indicaron una mejoría de las condiciones de acceso a los mercados de financiación minoristas y mayoristas, especialmente para los de valores de renta fija. Las entidades señalaron que la adopción de medidas regulatorias y supervisoras y los préstamos dudosos también habían contribuido a endurecer los criterios de concesión. El endurecimiento derivado del impacto de estos préstamos fue menos pronunciado que en el semestre anterior, pero las entidades de crédito esperan que revierta en cierta medida en los seis próximos meses.

**El nivel muy favorable de los tipos de interés del crédito bancario continuó sosteniendo el crecimiento económico de la zona del euro.** En mayo de 2019, los tipos de interés sintéticos de los préstamos bancarios concedidos a sociedades no financieras y a hogares para adquisición de vivienda se situaron en nuevos mínimos históricos del 1,57 % y del 1,73 %, respectivamente (véase gráfico 11). Estos tipos de interés han disminuido considerablemente y en mayor medida que los tipos de interés de referencia del mercado desde que el BCE anunció medidas de expansión crediticia en junio de 2014. También han registrado un descenso de más de 40 puntos básicos desde febrero de 2016, es decir, justo antes de la última vez que se redujo el tipo de interés de la facilidad de depósito (en 20 puntos básicos, hasta situarse en el -0,4 %). La disminución de los tipos de los préstamos bancarios otorgados a las sociedades no financieras y a las pequeñas empresas (suponiendo que los créditos de hasta 250.000 euros se conceden sobre todo a pequeñas empresas) fue especialmente significativa en los países de la zona del euro más expuestos a la crisis financiera. En general, esto indica una transmisión más homogénea de la política monetaria a los tipos de interés de los préstamos bancarios en toda la zona del euro y en todos los tamaños de empresas.

**Gráfico 11**

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



Fuente: BCE.

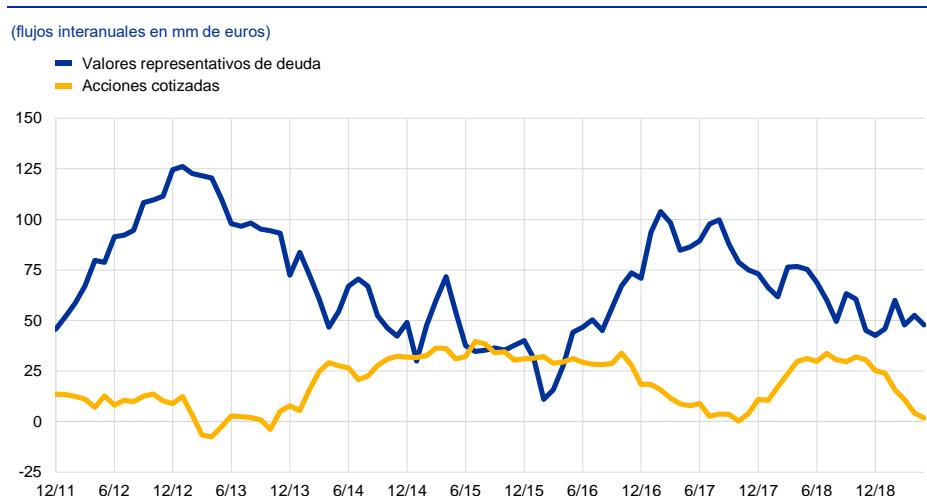
Notas: Los tipos de interés sintéticos de los préstamos bancarios se calculan agregando los tipos a corto y a largo plazo utilizando una media móvil de 24 meses del volumen de nuevas operaciones. La última observación corresponde a mayo de 2019.

**En mayo de 2019, las emisiones netas de valores representativos de deuda por parte de las sociedades no financieras de la zona del euro disminuyeron después de cuatro meses consecutivos de intensa actividad emisora.** Los datos más recientes del BCE señalan que, en términos netos, los flujos totales de valores representativos de deuda emitidos por las sociedades no financieras se redujeron en mayo de 2019, aunque siguieron siendo positivos, como se observa desde principios de 2019. El aumento acumulado de las emisiones netas en los cinco primeros meses de 2019 fue acorde con el patrón estacional observado en los últimos años y, además, supuso el mayor incremento desde 2012. Desde una perspectiva más a medio plazo (véase gráfico 12), los flujos interanuales de valores

representativos de deuda siguen siendo reducidos, debido a la escasa actividad emisora registrada en 2018. En mayo de 2019, los flujos interanuales de emisiones netas de valores representativos de deuda se situaron ligeramente por debajo de los 50 mm de euros, cerca del nivel en el que estos flujos parecen haberse estabilizado desde noviembre de 2018. Los datos de mercado disponibles sugieren que los flujos netos de valores representativos de deuda emitidos continuaron siendo relativamente intensos en junio de 2019, pero en julio prácticamente no variaron. En mayo de 2019, las emisiones netas totales de acciones cotizadas por parte de las sociedades no financieras se situaron en niveles ligeramente negativos, continuando así la tendencia a la baja que comenzó al final de 2018 y se interrumpió solo de forma transitoria en abril de 2019. Como consecuencia de la persistencia de esta debilidad, en mayo de 2019 los flujos interanuales de emisiones netas de acciones cotizadas fueron los más bajos observados desde octubre de 2017.

#### Gráfico 12

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



Fuente: BCE.

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

**Los costes de financiación de las sociedades no financieras de la zona del euro aumentaron marginalmente en mayo de 2019, tras haber disminuido de forma ininterrumpida desde finales de 2018.** El coste nominal total de la financiación externa de las sociedades no financieras, que incluye préstamos bancarios, emisiones de deuda en el mercado y financiación mediante acciones, se situó en el 4,5 % en mayo de 2019 y, según las proyecciones, se habría mantenido estable en ese nivel en junio y en julio. Según las estimaciones, en julio de este año el coste de financiación se situó solo 9 puntos básicos por encima del mínimo histórico de abril de 2019 y muy por debajo de los niveles observados en el verano de 2014. El incremento estimado del coste de financiación desde abril de 2019 se debe exclusivamente al coste más elevado de los valores de renta variable, que se vio compensado, solo en parte, por nuevas reducciones del coste de los valores de renta fija, que, según las estimaciones, en julio de 2019 se habría estabilizado en su mínimo histórico. Desde abril, la subida del coste de los valores de renta variable se atribuye al aumento de la prima de riesgo, que refleja, entre otros factores, las

recurrentes tensiones comerciales a escala mundial y los riesgos relacionados con el Brexit. Más recientemente, el coste de estos valores ha registrado un ligero descenso, como consecuencia, en cierta medida, de las expectativas de relajación adicional de la política monetaria.