

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 asimismo en cuenta las últimas proyecciones macroeconómicas, el Consejo de Gobierno adoptó varias decisiones en su reunión de política monetaria del 12 de septiembre para cumplir su objetivo de estabilidad de precios. La información disponible desde la última reunión del Consejo de Gobierno indica una debilidad más prolongada de la economía de la zona del euro, la persistencia de riesgos a la baja pronunciados y presiones inflacionistas moderadas. Ello se refleja en las proyecciones de los expertos del BCE de septiembre, que recogen una nueva revisión a la baja de las perspectivas de inflación. Al mismo tiempo, el fuerte crecimiento del empleo y la subida de los salarios siguen apoyando la resiliencia de la economía de la zona del euro. Con este trasfondo, el Consejo de Gobierno anunció un amplio paquete de medidas de política monetaria en respuesta a que la inflación continúa por debajo de su objetivo (véase recuadro 1).

Análisis económico y monetario en el momento de la reunión del Consejo de Gobierno del 12 de septiembre de 2019

El crecimiento mundial se moderó en la primera mitad de 2019, lo que reflejó la desaceleración de la actividad económica tanto en las economías avanzadas como en las emergentes. Esta evolución es acorde con los indicadores de opinión, que apuntan a una ralentización de la actividad a escala global. Las proyecciones indican que el crecimiento global disminuirá este año, en un entorno de atonía de la actividad manufacturera —debido a la caída de la inversión mundial y a la creciente incertidumbre política y sobre las políticas económicas como consecuencia del Brexit— y de recrudecimiento de las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China. De cara al futuro, según las proyecciones, el crecimiento mundial se recuperará gradualmente a medio plazo, pero permanecerá por debajo de su media de largo plazo. Se espera que el comercio global se desacelere de forma más acusada este año, pero que se recupere a medio plazo, aunque seguirá siendo más débil que la actividad económica. Se prevé que las presiones inflacionistas globales se mantengan contenidas, mientras que los riesgos a la baja para la actividad económica mundial han aumentado.

Los tipos de interés libres de riesgo a largo plazo globales han disminuido desde la reunión del Consejo de Gobierno de junio de 2019, en un entorno de expectativas de los mercados de una orientación más acomodaticia de la política monetaria y de resurgimiento de la incertidumbre global en torno al comercio. El descenso de los tipos de interés libres de riesgo ha sostenido los precios de las acciones y de la renta fija privada de la zona del euro. Entretanto, las expectativas de beneficios empresariales se han reducido ligeramente en respuesta a la persistencia de

dudas acerca de las perspectivas macroeconómicas mundiales. La curva de tipos *forward* del eonia también se desplazó a la baja. En los mercados de divisas, el tipo de cambio efectivo del euro se mantuvo sin cambios en términos generales.

El PIB real de la zona del euro aumentó un 0,2 %, en términos intertrimestrales, en el segundo trimestre de 2019, tras registrar un incremento del 0,4 % en el trimestre anterior. Los últimos datos económicos y los resultados de las encuestas más recientes siguen apuntando a un crecimiento moderado, pero positivo, en el tercer trimestre del año. Esta desaceleración refleja, principalmente, la actual debilidad del comercio internacional en un entorno de incertidumbre prolongada a escala mundial, que está afectando, en particular, al sector manufacturero de la zona del euro. Al mismo tiempo, los servicios y la construcción mantienen su resiliencia, y la expansión de la zona del euro también está 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.

Esta valoración se refleja, en términos generales, en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de septiembre de 2019. Estas proyecciones prevén un crecimiento anual del PIB real del 1,1 % en 2019, el 1,2 % en 2020 y el 1,4 % en 2021. En comparación con las proyecciones macroeconómicas del Eurosistema de junio de 2019, las perspectivas de crecimiento del PIB real se han revisado a la baja para 2019 y 2020. Los riesgos para las perspectivas de crecimiento de la zona del euro siguen apuntando a la baja. Estos riesgos reflejan, principalmente, 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 % en agosto de 2019, sin variación con respecto a julio. La menor tasa de variación de los precios de la energía se vio compensada por un avance del componente de alimentos, mientras que la tasa de inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, permaneció inalterada. Sobre la base de los precios actuales de los futuros sobre el petróleo, es probable que la inflación general se reduzca y vuelva a aumentar hacia finales del año. Los indicadores de la inflación subyacente se mantuvieron, en general, en niveles moderados, y los de las expectativas de inflación se sitúan en niveles reducidos. Aunque las presiones sobre los costes laborales se han intensificado y ampliado en un contexto de elevada utilización de la capacidad productiva y de tensionamiento de los mercados de trabajo, su transmisión 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 del BCE, por la expansión económica en curso y por el sólido crecimiento de los salarios.

Esta valoración se refleja también, en general, en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de septiembre de 2019, que sitúan la inflación anual medida por el IAPC en el 1,2 % en 2019, el 1 % en 2020 y el 1,5 % en 2021. En comparación con las proyecciones

macroeconómicas del Eurosistema de junio de 2019, las perspectivas de inflación medida por el IAPC se han revisado a la baja para todo el horizonte de proyección, como reflejo del descenso de los precios de la energía y del entorno de crecimiento más débil. 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 1,2 % en 2020 y el 1,5 % en 2021.

El crecimiento interanual del agregado monetario amplio se incrementó considerablemente en julio de 2019, mientras que los préstamos al sector privado prácticamente no variaron. El crecimiento del agregado monetario amplio (M3) se situó en el 5,2 % en julio de 2019, frente al 4,5 % registrado en junio. Las tasas de crecimiento sostenidas del agregado monetario amplio reflejan la creación continuada 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 adquisiciones netas realizadas en el marco del programa de compra de activos (APP, por sus siglas en inglés) y al debilitamiento del dinamismo de la economía. Al mismo tiempo, las favorables condiciones de financiación y de concesión de crédito de los bancos continuaron respaldando los flujos de préstamos y, por ende, el crecimiento económico. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a las sociedades no financieras se mantuvo sin variación en el 3,9 % en julio de 2019. Las medidas de política monetaria adoptadas por el Consejo de Gobierno, que incluyen unas condiciones más acomodaticias de la nueva serie de operaciones trimestrales de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO III, por sus siglas en inglés), 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 espera que la orientación general de la política fiscal de la zona del euro sea ligeramente expansiva y que, por tanto, respalde la actividad económica en cierta medida. En los dos próximos años, la orientación seguirá siendo levemente expansiva, debido, principalmente, a nuevos recortes de los impuestos directos y de las cotizaciones sociales en la mayoría de los países más grandes de la zona del euro. En vista del debilitamiento de las perspectivas económicas y de la persistencia de pronunciados riesgos a la baja, los Gobiernos con margen de maniobra fiscal deben actuar de manera eficaz y oportuna. En los países con niveles elevados de deuda pública, los Gobiernos deben aplicar políticas prudentes que creen las condiciones para que los estabilizadores automáticos actúen libremente.

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, el tipo de interés de la facilidad de depósito se redujo en 10 puntos básicos, hasta el –0,50 %. Los tipos de interés aplicables a las operaciones principales de financiación y a la facilidad marginal de crédito no se modificaron y se mantuvieron en sus niveles actuales, el 0 % y el 0,25 %, respectivamente. El Consejo de Gobierno espera ahora que los tipos de interés

oficiales del BCE continúen en los niveles actuales, o en niveles inferiores, hasta que se observe una convergencia sólida de las perspectivas de inflación en un nivel suficientemente próximo, aunque inferior, al 2 % en el horizonte de proyección, y dicha convergencia se haya reflejado de forma consistente en la evolución de la inflación subyacente.

- En segundo lugar, las compras netas en el marco del APP se reanudarán a un ritmo mensual de 20 mm de euros a partir del 1 de noviembre. El Consejo de Gobierno espera que el APP continúe durante el tiempo que sea necesario para reforzar el impacto acomodaticio de los tipos oficiales del BCE y que finalice poco antes de que comience a subir los tipos de interés oficiales del BCE.
- En tercer lugar, el principal de los valores adquiridos en el marco del APP que vayan venciendo se seguirá reinvertiendo íntegramente durante un período prolongado tras la fecha en la que el Consejo de Gobierno comience a subir los tipos de interés oficiales del BCE y, en todo caso, durante el tiempo que sea necesario para mantener unas condiciones de liquidez favorables y un amplio grado de acomodación monetaria.
- En cuarto lugar, el Consejo de Gobierno ha decidido modificar las modalidades de las TLTRO III para mantener unas condiciones de financiación bancaria favorables, asegurar la transmisión fluida de la política monetaria y respaldar adicionalmente la orientación acomodaticia de la política monetaria. El tipo de interés de cada operación se fijará ahora en el tipo medio aplicado a las operaciones principales de financiación del Eurosistema a lo largo del período de vigencia de la operación correspondiente. Para las entidades en las que la variación neta de sus préstamos computables supere un valor de referencia, el tipo de interés aplicado a las TLTRO III será inferior y podrá ser tan bajo como el tipo de interés medio de la facilidad de depósito durante el período de vigencia de la operación. El plazo de vencimiento de estas operaciones se ampliará de dos a tres años.
- En quinto lugar, con el fin de apoyar la transmisión de la política monetaria a través de las entidades de crédito, el Consejo de Gobierno ha decidido introducir un sistema de dos tramos para la remuneración de las reservas, de acuerdo con el cual el tipo de interés negativo de la facilidad de depósito no se aplicará a una parte del exceso de liquidez mantenido por las entidades.

El Consejo de Gobierno adoptó estas decisiones en respuesta a que la inflación continúa por debajo de su objetivo. Con este amplio paquete de decisiones de política monetaria, el BCE ofrece un estímulo monetario sustancial para asegurar que las condiciones financieras sigan siendo muy favorables y respalden la expansión de la zona del euro, el actual aumento de las presiones inflacionistas internas y, con ello, la convergencia sostenida de la inflación hacia el objetivo a medio plazo del Consejo de Gobierno. Este reiteró la necesidad de mantener una orientación muy acomodaticia de la política monetaria durante un período prolongado. De cara al futuro, sigue estando preparado para ajustar todos sus instrumentos de la forma adecuada para asegurar que la inflación avance hacia su objetivo de manera sostenida, conforme a su compromiso de simetría.

Entorno exterior

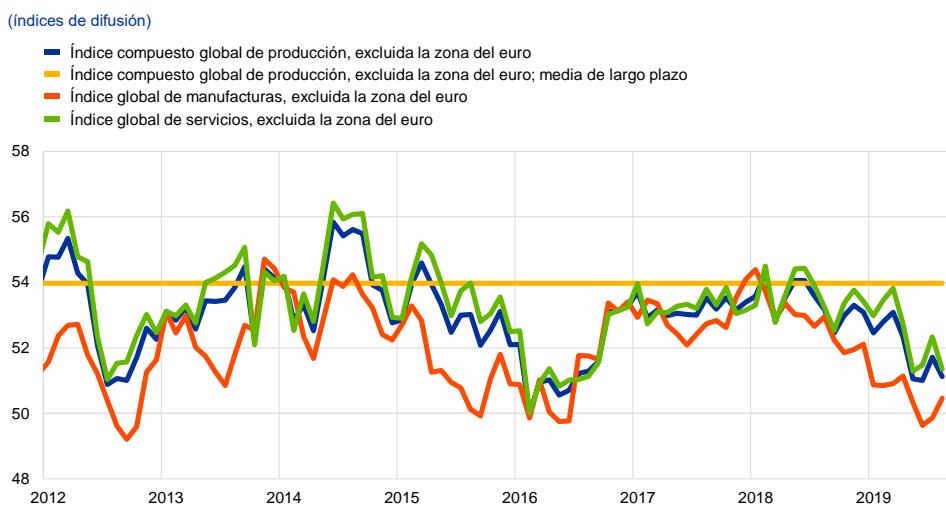
El crecimiento mundial se moderó en la primera mitad de 2019, lo que reflejó la desaceleración de la actividad económica tanto en las economías avanzadas como en las emergentes. Esta evolución es acorde con los indicadores de opinión, que apuntan a una ralentización de la actividad a escala global. Aunque la actividad en los servicios se fue debilitando, siguió respaldando el crecimiento, mientras que el ritmo de avance de las manufacturas continúa siendo lento a nivel mundial. Las proyecciones indican que el crecimiento global disminuirá este año, en un entorno de atonía de la actividad manufacturera internacional —debido a la caída de la inversión mundial y a la creciente incertidumbre política y sobre las políticas económicas como consecuencia del Brexit— y de recrudecimiento de las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China. Aunque se espera que estos factores adversos afecten a la actividad y al comercio mundiales este año y el que viene, las medidas adoptadas recientemente proporcionarán cierto respaldo. Por tanto, según las proyecciones, el crecimiento mundial se estabilizará a medio plazo, si bien a un nivel inferior a la tasa media observada antes de la crisis. Se espera que el comercio global se desacelere de forma acusada este año, pero que se recupere a medio plazo, aunque seguirá siendo más débil que la actividad económica. Las presiones inflacionistas globales se mantendrán contenidas, mientras que los riesgos a la baja para la actividad económica mundial han aumentado.

Actividad económica y comercio mundiales

El crecimiento mundial se moderó en la primera mitad de 2019. En el primer trimestre, el crecimiento del PIB real resistió relativamente bien en la mayoría de las economías avanzadas, debido al efecto de factores transitorios en algunos países (como la contribución positiva de la demanda exterior neta y la acumulación de existencias en Estados Unidos, así como el acopio de existencias en el Reino Unido antes de la fecha original del Brexit). En el segundo trimestre, al desaparecer el impacto de estos factores, el crecimiento se moderó. En Estados Unidos, a medida que las importaciones se estabilizaron, la contribución negativa de la demanda exterior neta afectó al crecimiento, pese a las medidas de estímulo fiscal y a la fortaleza del consumo privado. En el Reino Unido, el crecimiento pasó a registrar tasas negativas en el segundo trimestre, como consecuencia, entre otros factores, de la desaceleración de la inversión. Aunque la actividad se mantuvo estable en China en la primera mitad del año, en un entorno de solidez del consumo privado, en otras economías emergentes se contrajo considerablemente en el primer trimestre, lo que reflejó diversos factores adversos de carácter idiosincrásico (la rotura de una presa en Brasil y la contaminación de un oleoducto en Rusia), pero también de naturaleza más persistente, como la elevada incertidumbre política interna (en México y en Brasil). El crecimiento se incrementó en el segundo trimestre a medida que algunos de estos factores adversos se disiparon, y la actividad económica siguió mejorando en otros países (por ejemplo, en Turquía, como resultado de la fortaleza del consumo privado y de la contribución positiva de la demanda exterior neta).

Los indicadores de opinión continúan señalando una moderación de la actividad mundial. El índice de directores de compras (PMI, por sus siglas en inglés) compuesto global de producción, excluida la zona del euro, volvió a desacelerarse en el segundo trimestre de 2019 y, tras repuntar ligeramente en julio, descendió de nuevo en agosto. La ralentización observada en la primera mitad del año fue generalizada en las economías avanzadas y en las emergentes, aunque, más recientemente, el PMI compuesto relativo a estas últimas ha experimentado una leve mejora. Aunque la actividad global en los servicios mostró, en general, mayor capacidad de resistencia en torno al cambio de año, también se debilitó en el segundo trimestre y siguió disminuyendo en agosto, pero se mantiene por encima del umbral de 50. La actividad manufacturera mundial sigue una tendencia descendente desde el año pasado. Después de caer en territorio «contractivo» en junio y en julio (es decir, por debajo del umbral de 50), se recuperó hasta situarse por encima del valor neutral en agosto (véase gráfico 1).

Gráfico 1
PMI compuesto global de producción



Fuentes: Markit y cálculos del BCE.
Notas: Las últimas observaciones corresponden a agosto de 2019. «Media de largo plazo» se refiere al período comprendido entre enero de 1999 y agosto de 2019.

Las condiciones financieras globales han mostrado cierta volatilidad en los últimos meses. Desde que se finalizaron las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de junio de 2019, los precios de los activos de riesgo han mostrado cierta volatilidad, en un entorno de señales contradictorias. Por un lado, las esperanzas de que Estados Unidos y China alcanzaran un acuerdo comercial bilateral y las expectativas de adopción de una política monetaria más acomodaticia a ambos lados del Atlántico dieron lugar a un repunte de los precios de los activos en junio y en julio. Como los inversores anticipaban recortes de los tipos de interés, los rendimientos de los bonos del Tesoro de Estados Unidos y los de otra deuda pública segura descendieron de forma notablemente más acusada, y al mismo tiempo se observó una mejora significativa de las condiciones financieras en las economías emergentes. Por otro, el recrudecimiento del conflicto comercial entre Estados Unidos y China a principios de agosto y la indicación del Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC, por sus siglas en inglés) de que el recorte de los tipos de interés de julio no

señalaba el inicio de un ciclo de relajación monetaria redujeron el apetito de riesgo, lo que generó importantes pérdidas en los mercados de renta variable internacionales, al tiempo que los rendimientos de la deuda soberana de los países más importantes continuaron cayendo como consecuencia de la disminución de las primas por plazo. Pese al reciente episodio de huida del riesgo, las condiciones en los mercados financieros siguen siendo holgadas tanto en las economías emergentes como en las avanzadas.

Las proyecciones apuntan a que el crecimiento mundial se desacelerará este año. Diversos factores adversos siguen afectando a la economía mundial. Se prevé que la actividad manufacturera continúe siendo débil a escala mundial, principalmente como consecuencia del menor crecimiento de la inversión global y del consumo de bienes duraderos, que constituyen una parte importante de la producción de las manufacturas. Como la incertidumbre asociada al futuro de las relaciones comerciales internacionales está aumentando, es poco probable que el crecimiento de la inversión mundial recobre impulso. Un análisis reciente muestra que el deterioro de las condiciones de financiación, la creciente incertidumbre macroeconómica y las perturbaciones de demanda desfavorables afectaron negativamente al avance de la inversión mundial en la segunda mitad de 2018 y a principios de 2019¹. Ante la ralentización de la economía mundial, varias autoridades de todo el mundo han adoptado medidas acomodaticias para mitigar el impacto negativo de los factores económicos adversos. En China se espera que las medidas de estímulo fiscal aplicadas para frenar la desaceleración de la demanda interna surtan efecto, sobre todo, en el segundo semestre del año. En Estados Unidos, además del considerable estímulo fiscal procíclico y del reciente acuerdo sobre nuevos límites al gasto público, la Reserva Federal decidió recortar su tipo de interés de referencia con el fin de respaldar la expansión económica en curso. Además, otras economías han relajado también su política monetaria (por ejemplo, Australia, Brasil, Corea del Sur, Indonesia, India y Turquía).

De cara al futuro, se espera que el crecimiento mundial se recupere gradualmente a medio plazo, pero que permanezca por debajo de su media de largo plazo. Tres fuerzas principales están determinando la evolución del crecimiento global. En las economías avanzadas se prevé que el impulso cíclico se ralentice a medida que se agudicen las restricciones de capacidad, en un entorno de brechas de producción positivas y de bajas tasas de desempleo en las principales economías, mientras que, hacia el final del horizonte de proyección, el apoyo de las políticas disminuirá gradualmente. Además, la progresiva desaceleración de la economía china y su reequilibrio desde la inversión hacia el consumo afectarán negativamente al crecimiento mundial y, en particular, al comercio. Al mismo tiempo, aunque la contribución de las economías emergentes (excluida China) al crecimiento mundial sigue siendo positiva, será inferior a lo esperado en las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosystema de junio de 2019. Ello se debe a datos recientes que sugieren que la recuperación prevista después de las anteriores recesiones se está materializando a un ritmo más lento de lo anticipado. Por otra parte, pese a que, hasta ahora, las tensiones registradas hace

¹ Véase el recuadro titulado «[Causas de la disociación entre la actividad y el comercio mundiales](#)», *Boletín Económico*, número 5, BCE, 2019.

poco en los mercados financieros de Argentina no se han propagado a otras economías emergentes, señalan la fragilidad subyacente de la recuperación en algunas de estas economías. En general, 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 se espera que la actividad continúe siendo sólida a corto plazo, pese a los factores adversos relacionados con el conflicto comercial con China y a un entorno exterior menos favorable. Hasta ahora, la evolución de la economía estadounidense ha sido vigorosa, debido a la fortaleza del mercado de trabajo y del gasto en consumo. La supresión de los límites al gasto público en el ejercicio 2020-2021 y la suspensión por dos años del límite de endeudamiento federal acordada por el Congreso a finales de julio respaldarán adicionalmente el crecimiento económico. Las condiciones financieras también siguen siendo favorables. Después de que el PIB real alcanzara una tasa de crecimiento interanual del 3,1 % en el primer trimestre de 2019, su avance se moderó hasta el 2 % en el segundo trimestre, reflejo de la desaparición del efecto de factores transitorios (como las contribuciones positivas de las existencias y la disminución de las importaciones), mientras que el consumo privado y el gasto público siguieron favoreciendo, en general, la actividad económica. La inflación interanual medida por el índice de precios de consumo (IPC) repuntó marginalmente hasta situarse en el 1,8 % en julio, frente al 1,6 % del mes precedente, principalmente como consecuencia de la inflación subyacente, mientras que los precios de la energía descendieron. El IPC, excluidos la energía y los alimentos, experimentó un ligero aumento, hasta el 2,2 %, en julio. Se prevé que el crecimiento retorne de forma progresiva a la tasa de crecimiento potencial (justo inferior al 2 %), al tiempo que se espera que la tasa de variación de los precios de consumo se mantenga por encima del 2 % a medio plazo.

La economía china continúa en una trayectoria de desaceleración gradual. En el segundo trimestre de 2019, el crecimiento interanual del PIB descendió hasta el 6,2 %, frente al 6,4 % del primer trimestre, debido a la debilidad del consumo final, que solo se vio parcialmente compensada por la mejora de la inversión. De cara al futuro se prevé que el crecimiento siga ralentizándose en 2020 y 2021, mientras que no se han anunciado medidas adicionales de apoyo fiscal en respuesta a la escalada más reciente del conflicto comercial. En general, la desaceleración de la actividad económica refleja los anteriores efectos de la campaña de desapalancamiento para contener los riesgos financieros, los esfuerzos del Gobierno centrados en reequilibrar la economía en detrimento de la inversión y el impacto de las actuales tensiones comerciales con Estados Unidos. Se espera que los avances en la aplicación de reformas estructurales propicien una transición ordenada a una senda de crecimiento más moderada que dependa menos de la inversión y de las exportaciones.

En Japón, el dinamismo subyacente del crecimiento sigue siendo débil. En el segundo trimestre de 2019, el avance fue del 0,4 % en tasa intertrimestral, mejor de lo esperado, debido principalmente a la influencia de varios factores transitorios, entre ellos el aumento del gasto en consumo como consecuencia de las

vacaciones de la Semana Dorada y de las mayores adquisiciones de bienes de consumo duradero. Es probable que este último factor haya reflejado, en cierta medida, la anticipación de la demanda en previsión de la subida del impuesto al consumo prevista para octubre de este año. Sin embargo, las exportaciones se mantuvieron contenidas y la producción industrial y la confianza del sector manufacturero empeoraron, en un contexto de disminución de la demanda externa y de prolongada incertidumbre sobre las políticas económicas. La contribución de la demanda exterior neta fue negativa, ya que las exportaciones se mantuvieron estancadas, mientras que las importaciones se recuperaron de la debilidad observada en el trimestre anterior. Aunque la evolución a corto plazo estará determinada por la próxima subida del impuesto al consumo, que implica un adelanto del consumo en el tercer trimestre y un retroceso ulterior, se espera que la actividad económica siga una trayectoria moderada posteriormente.

En el Reino Unido, el crecimiento del PIB real experimentó una contracción en el segundo trimestre de 2019, principalmente como consecuencia de la incertidumbre en torno al Brexit. El crecimiento del PIB real ha mostrado cierta volatilidad desde principios de año, lo que se debe en gran medida a cambios en los patrones de actividad relacionados con la fecha original del Brexit, el 29 de marzo. Después de aumentar un 0,5 % (en tasa intertrimestral) en el primer trimestre, el PIB real registró una contracción del 0,2 % en el segundo. Este trimestre —el primero con crecimiento negativo desde 2012— reflejó la disminución de la inversión y, tras la prórroga de última hora de la fecha límite del Brexit, la reversión del intenso acopio de existencias observado en el primer trimestre. Pese a la acusada depreciación de la libra esterlina desde principios de este año, las exportaciones se redujeron un 3,3 % en el segundo trimestre. Con todo, la contribución de la demanda exterior neta siguió siendo positiva, ya que las importaciones, en especial las de bienes de la Unión Europea (UE), cayeron aún más que las exportaciones (−12,9 % en términos intertrimestrales). El crecimiento del consumo interno se mantuvo sólido (0,5 % en tasa intertrimestral) en el segundo trimestre, respaldado, en parte, por un avance más pronunciado de los salarios reales. La evidencia procedente de encuestas de opinión sugiere que la actividad económica continuará desacelerándose en el próximo trimestre. La inflación medida por el IPC aumentó ligeramente, hasta el 2 %, en el segundo trimestre, y se situó en el 2,1 % en julio, sobre todo como resultado de las recientes fluctuaciones adversas más acusadas del tipo de cambio. Últimamente, las persistentes incertidumbres asociadas a las modalidades del Brexit se han plasmado en un aumento de la volatilidad de la libra esterlina y, por lo que respecta a la economía real, es probable que den lugar a un incremento de la volatilidad del crecimiento intertrimestral del PIB real y a un crecimiento débil a medio plazo.

En los países de Europa Central y Oriental se prevé que el crecimiento continúe siendo vigoroso durante el horizonte de proyección, aunque más moderado que en 2018. La fortaleza del gasto en consumo, respaldada por la sólida evolución de los mercados de trabajo, sostendrá la actividad económica en los próximos meses. Según las proyecciones, el crecimiento de la inversión seguirá siendo acusado, si bien se reducirá ligeramente, debido a que el ciclo de fondos de la UE se encuentra en una fase más avanzada. Además, la desaceleración del

comercio mundial está afectando a las perspectivas de crecimiento de esta región. A medio plazo, se espera que el ritmo de expansión económica de estos países continúe desacelerándose hacia su potencial.

Las perspectivas relativas a la actividad económica en los grandes países exportadores de materias primas señalan una moderación del crecimiento. En Rusia, la actividad en el segundo trimestre se vio adversamente afectada por el bombeo de petróleo contaminado a un oleoducto clave para la exportación, lo que provocó interrupciones a gran escala a lo largo de la cadena de suministro. Aunque transitorio, este incidente lastrará el crecimiento en 2019, que ya se ha visto afectado por una contracción inesperadamente acusada en el primer trimestre resultante de la debilidad de la inversión y de las exportaciones netas, así como de importantes revisiones a la baja de datos históricos. De cara al futuro, las perspectivas de crecimiento de este país dependen de la evolución de los mercados de petróleo mundiales, de la ejecución de políticas fiscales y estructurales, y de las sanciones internacionales con las que está operando actualmente la economía. Por tanto, se espera que el crecimiento experimente una ligera desaceleración a medio plazo. En Brasil se prevé que el crecimiento continúe siendo moderado, debido a la incertidumbre en torno a la reforma de las pensiones y a la preocupación sobre la sostenibilidad fiscal. Las perturbaciones idiosincrásicas registradas a principios de año (como consecuencia del desastre minero) también incidieron negativamente en la actividad. La atonía de la demanda interna y la persistente incertidumbre, unidas a una sustancial capacidad productiva sin utilizar, están frenando una respuesta más vigorosa de la inversión y han tenido un efecto adverso sobre la confianza.

En Turquía, la actividad económica experimentó un significativo e inesperado avance en la primera mitad de 2019. Después de registrar una acusada desaceleración en el cuarto trimestre de 2018, la economía se recuperó a principios de este año, debido al considerable estímulo fiscal en el período previo a las elecciones municipales de marzo, y continuó creciendo a un ritmo vigoroso en el segundo trimestre, pese a que los efectos del estímulo fiscal se disiparon en cierta medida, gracias a la fortaleza del consumo de los hogares y a la contribución positiva de la demanda exterior neta. Por otro lado, la inversión siguió reduciéndose de manera acusada como consecuencia de la elevada incertidumbre política y de unas condiciones financieras restrictivas. De cara al futuro, se espera que el crecimiento se debilite en lo que queda de 2019 y que se acelere gradualmente hacia el final del horizonte de proyección.

El comercio mundial se debilitó de forma significativa en la primera mitad del año. El crecimiento del comercio mundial pasó a ser negativo en el primer trimestre del año y siguió siendo débil en el segundo. Esta falta de dinamismo se debe, en gran parte, a la ralentización de la actividad industrial, al aumento de las tensiones comerciales y, en cierta medida, al debilitamiento del ciclo tecnológico asiático². La contracción del comercio mundial fue generalizada en todos los países. Además de obedecer a factores puntuales (como la atonía temporal de la demanda interna

² Para más información sobre el ciclo tecnológico global, véase el recuadro titulado «[Qué significan las señales de maduración del ciclo tecnológico para la economía mundial](#)», Boletín Económico, número 3, BCE, 2019.

en Estados Unidos derivada del cierre parcial de la Administración federal en el primer trimestre y la contracción de las importaciones del Reino Unido en el segundo tras el acopio de existencias en el trimestre anterior), la debilidad del comercio se debió también a la falta de dinamismo de los intercambios comerciales entre países asiáticos. Parece que este último factor está relacionado con la desaceleración de la demanda interna en China, en un contexto de importantes vínculos derivados de las cadenas de valor existentes a nivel regional. Según datos del CPB, las importaciones mundiales de mercancías en términos reales, excluida la zona del euro, cayeron un 0,6 % en junio, en tasa intertrimestral, lo que confirma la continuación de la falta de dinamismo del comercio en el segundo trimestre (véase gráfico 2). Dado que los indicadores de opinión siguen señalando un deterioro adicional de los nuevos pedidos exteriores, es probable que la actual debilidad del comercio mundial se mantenga en el corto plazo.

El conflicto comercial entre Estados Unidos y China se ha intensificado de manera significativa desde agosto. A principios de ese mes, tras una reunión bilateral con las autoridades chinas, Estados Unidos anunció la imposición de aranceles del 10 % a importaciones chinas por valor de unos 300 mm de dólares estadounidenses. Estos aranceles se están aplicando en dos fases, el 1 de septiembre y el 15 de diciembre. Inicialmente, las autoridades chinas solo anunciaron la adopción de medidas de represalia no arancelarias, consistentes en la suspensión de las importaciones de productos agrícolas de Estados Unidos. Sin embargo, hacia finales de agosto se anunciaron nuevas medidas con la decisión de imponer aranceles adicionales del 5 % o el 10 % a importaciones chinas de productos estadounidenses por valor de 75 mm de dólares y de reintroducir los aranceles suspendidos previamente a las importaciones de automóviles y de componentes de automóviles. Esta última decisión provocó una nueva escalada de las tensiones cuando Estados Unidos anunció la imposición de aranceles adicionales del 5 % a todas sus importaciones de China (con un valor de unos 550 mm de dólares)³. Esta nueva intensificación del conflicto comercial entre los dos países afectará negativamente a la actividad y al comercio mundiales. Mientras tanto, otras cuestiones comerciales también siguen sin resolverse. La Administración estadounidense ha aplazado la decisión sobre posibles subidas de los aranceles a los vehículos 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.

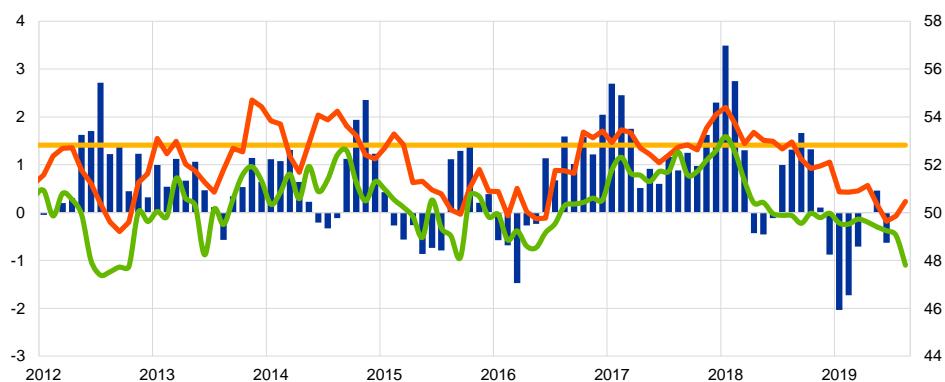
³ Dado que esta nueva ronda de aranceles se anunció después de la fecha límite de recepción de datos, no se incluyó en las proyecciones de referencia del ejercicio de proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE de septiembre de 2019. Para ambas partes, esta última escalada equivale a un incremento generalizado de los aranceles a las importaciones. Los aranceles adicionales del 5 % a las importaciones estadounidenses de China entrarán en vigor el 1 de septiembre, el 15 de octubre (en lugar del 1 de octubre, como se había anunciado inicialmente) y el 15 de diciembre.

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 agosto de 2019 (PMI) y a junio de 2019 (importaciones mundiales de mercancías).

Se prevé que el crecimiento económico mundial se debilite este año y que se recupere solo gradualmente a medio plazo.

Según las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE de septiembre de 2019, el crecimiento mundial del PIB real, excluida la zona del euro, se ralentizará hasta el 3,1 % 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, la actividad económica mundial se estabilizará en el 3,5 %, dado que se espera que la desaceleración (cíclica) en destacadas economías avanzadas y la transición de China a una senda de crecimiento más moderado se vean contrarrestadas, aunque solo en parte, por una recuperación paulatina 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 %, desde el 3,7 % de 2018. Las importaciones mundiales aumentarán de forma gradual a medio plazo. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de junio de 2019, tanto el crecimiento del PIB mundial como el de la demanda externa de la zona del euro se han revisado a la baja para el horizonte de proyección. Desde una perspectiva geográfica, las revisiones de la demanda externa de la zona del euro reflejan unas perspectivas de comercio más débiles de lo esperado para las economías emergentes, incluida China, si bien en menor medida, así como la perspectiva 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 de los conflictos comerciales plantearía un

riesgo para el comercio y el crecimiento globales. Además, es posible que un escenario de Brexit «sin acuerdo» tuviera 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 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 reintensificación de las tensiones geopolíticas también incidirían adversamente en la actividad y el comercio mundiales.

Evolución mundial de los precios

Desde finales de julio, la evolución de los precios del petróleo ha estado determinada principalmente por la preocupación acerca de las perspectivas mundiales. A raíz de la nueva escalada de las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China a principios de agosto, los precios del petróleo primero descendieron alrededor de un 5 %, antes de recuperarse en cierta medida en la segunda mitad del mes. Desde abril, las perspectivas de consumo global de petróleo se han revisado a la baja en varias ocasiones. En consecuencia, los recortes de producción del grupo de productores que integran la OPEP+, que sostuvieron los precios del crudo en el primer trimestre del año en particular, no han bastado para contrarrestar los efectos adversos derivados de la preocupación sobre la demanda de esta materia prima. El impacto sobre los precios de las recientes incertidumbres geopolíticas en Oriente Próximo también ha sido limitado hasta ahora. De cara al futuro, los riesgos para los precios del petróleo parecen estar, en general, equilibrados. Aunque un aumento de la debilidad de la actividad global afectaría a los precios, las restricciones en el suministro los impulsarían. De hecho, Arabia Saudí y Rusia ya han señalado la posibilidad de introducir nuevos recortes en la producción de la OPEP+ en un futuro próximo, lo que podría ejercer nuevas presiones al alza sobre los precios.

Según las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE de septiembre de 2019, los precios del petróleo descenderán durante el horizonte de proyección. En un contexto de volatilidad a corto plazo, la preocupación sobre la demanda de crudo y la reintensificación de las tensiones comerciales han lastrado los precios de esta materia prima, pese al acuerdo alcanzado por la OPEP y otros destacados productores para reducir la producción. En consecuencia, los supuestos relativos a los precios del petróleo en los que se basan las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de septiembre de 2019 fueron alrededor de un 8,3 % más bajos para 2019 (y un 13,4 % y un 10,3 % más bajos para 2020 y 2021, respectivamente) en comparación con los supuestos utilizados en las proyecciones macroeconómicas del Eurosistema de junio de 2019. Sin embargo, desde la fecha límite de recepción de los datos para las proyecciones de septiembre, el precio del petróleo ha aumentado marginalmente, y el precio del barril de *Brent* se situó en 61 dólares estadounidenses el 5 de septiembre.

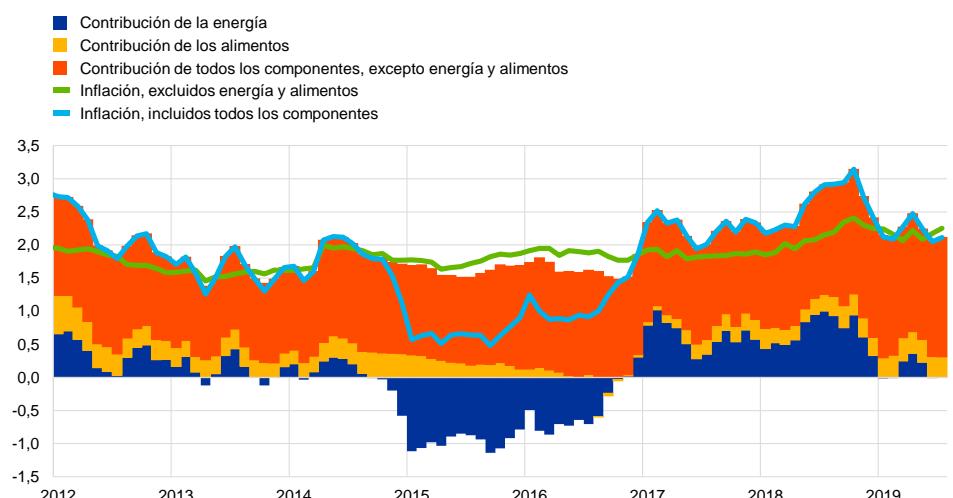
Las presiones inflacionistas globales se mantienen contenidas. En los países de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), la inflación interanual medida por los precios de consumo se situó en una media del

2,1 % en julio de 2019, frente al 2 % del mes anterior. Este aumento se debe a la contribución positiva de la inflación subyacente (excluidos la energía y los alimentos) (véase gráfico 3), que repuntó hasta situarse en el 2,3 %, desde el 2,2 % del mes precedente, mientras que la tasa de variación de los precios de la energía se mantuvo estable. 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 siguen siendo moderadas. No obstante, deberían recuperarse de forma gradual a lo largo del horizonte de proyección, lo que reflejaría 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 julio de 2019.

De cara al futuro se espera que las presiones inflacionistas globales se mantengan contenidas. Se prevé 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 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 compense las presiones al alza procedentes de la disminución progresiva de la capacidad productiva sin utilizar a escala mundial.

2

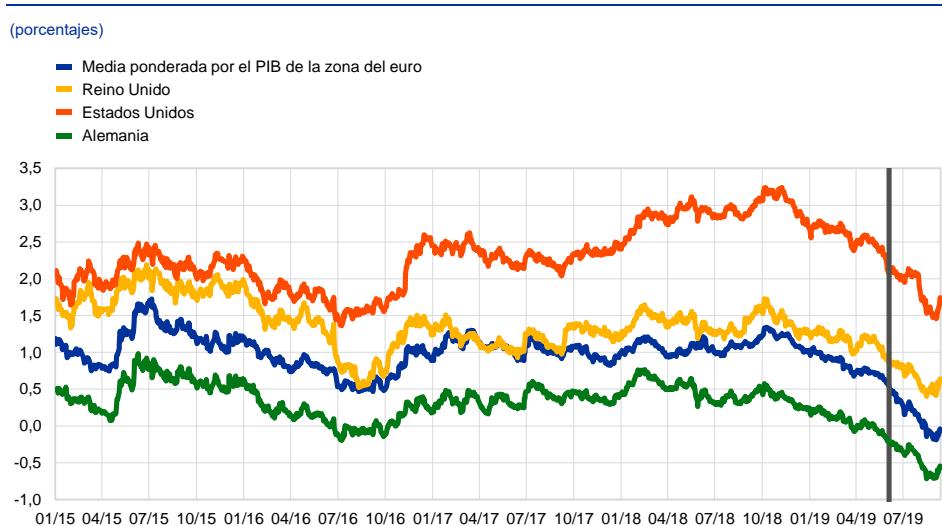
Evolución financiera

Los tipos de interés libres de riesgo a largo plazo globales han disminuido desde la reunión del Consejo de Gobierno de junio de 2019, en un entorno de expectativas de los mercados de una orientación más acomodaticia de la política monetaria con el trasfondo de una mayor incertidumbre sobre el comercio. El descenso de los tipos de interés libres de riesgo ha sostenido los precios de las acciones y de la renta fija privada de la zona del euro. Entretanto, las expectativas de beneficios empresariales se han reducido ligeramente en respuesta a la persistencia de dudas acerca de las perspectivas macroeconómicas mundiales. En los mercados de divisas, el tipo de cambio efectivo del euro se mantuvo sin variación en términos generales.

Los rendimientos a largo plazo disminuyeron sustancialmente tanto en la zona del euro como en Estados Unidos. Durante el período de referencia (del 6 de junio al 11 de septiembre de 2019), el rendimiento de la deuda soberana a diez años de la zona del euro ponderado por el PIB se redujo 55 puntos básicos, hasta situarse en el –0,06 % (véase gráfico 4). Los rendimientos de la deuda soberana a diez años de Estados Unidos y del Reino Unido también cayeron considerablemente (38 y 19 puntos básicos, respectivamente). Los acusados descensos de los rendimientos de la deuda pública obedecen, en parte, a una revisión de las expectativas de tipos de interés en importantes jurisdicciones en un contexto de aumento de la incertidumbre sobre las relaciones comerciales internacionales y las perspectivas macroeconómicas en general.

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 (6 de junio de 2019). Las últimas observaciones corresponden al 11 de septiembre de 2019.

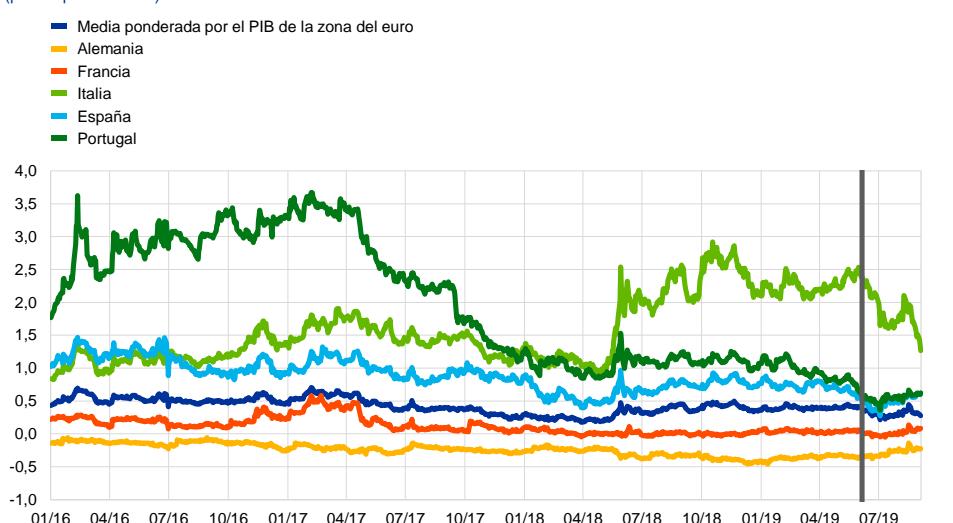
Los diferenciales de la deuda soberana con respecto al tipo OIS libre de riesgo apenas variaron en la mayoría de los países de la zona del euro. Los diferenciales de la deuda soberana se mantuvieron mayormente estables durante el

período analizado, a excepción del mercado italiano, donde el diferencial a diez años registró un descenso de 1,1 puntos porcentuales como resultado de las expectativas de un nuevo Gobierno y su posterior formación (véase gráfico 5). 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 se redujo ligeramente y el 11 de septiembre se situó en 0,26 puntos porcentuales.

Gráfico 5

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

(puntos porcentuales)



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 (6 de junio de 2019). Las últimas observaciones corresponden al 11 de septiembre de 2019.

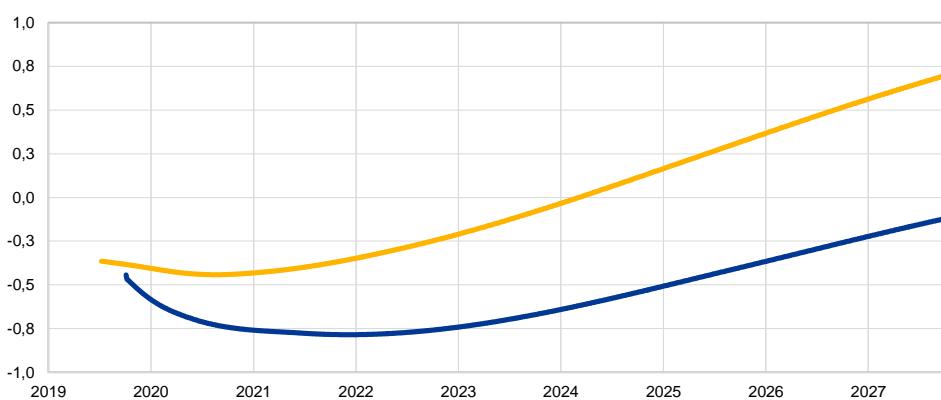
El índice medio del tipo de interés del euro a un día (eonia) se situó, en promedio, en -36 puntos básicos durante el período considerado. El exceso de liquidez se redujo en unos 141 mm de euros, hasta una cifra aproximada de 1.763 mm de euros. Este descenso se debió, principalmente, al aumento de los 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). 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 y se invirtió notablemente en horizontes más cortos. Al final del período de referencia, la curva registró un mínimo próximo a 40 puntos básicos por debajo del nivel del eonia en torno al cuarto trimestre de 2021, y se mantuvo por debajo de cero en todos los horizontes anteriores a 2027, lo que refleja las expectativas de los mercados de que los tipos de interés permanecerán en niveles negativos durante un período prolongado (véase gráfico 6).

Gráfico 6
Tipos *forward* del eonia

(porcentajes)

■ 11 de septiembre de 2019
■ 6 de junio de 2019



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

Las cotizaciones del sector no financiero aumentaron en la zona del euro y en Estados Unidos, respaldadas por la caída de los tipos de interés libres de riesgo. Los precios de las acciones de las sociedades no financieras de la zona del euro se incrementaron, en general, un 6 %, mientras que las cotizaciones del sector bancario de la zona registraron una subida cercana al 2 % (véase gráfico 7). El peor comportamiento de las cotizaciones bancarias podría estar relacionado con las perspectivas de rentabilidad débiles, en general, asociadas, entre otros factores, a unas estructuras de costes elevados, al ajuste en curso de los modelos de negocio y a los retos que deben afrontarse para aprovechar suficientemente las eficiencias derivadas de la digitalización. En Estados Unidos, los precios de las acciones de las sociedades no financieras y del sector bancario se incrementaron un 5 % y un 4 %, respectivamente. En los mercados internacionales, las cotizaciones se vieron respaldadas por un considerable descenso de los tipos libres de riesgo. Sin embargo, este apoyo se vio compensado, en cierto modo, por el incremento de las primas de riesgo ante el aumento de la incertidumbre global en torno al comercio y por algunas revisiones a la baja de las expectativas de beneficios empresariales, probablemente como resultado de la persistente preocupación sobre las perspectivas macroeconómicas mundiales.

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 (6 de junio de 2019). Las últimas observaciones corresponden al 11 de septiembre de 2019.

Los diferenciales de rendimiento de los valores de renta fija privada de la zona del euro descendieron ligeramente. En conjunto, el diferencial entre el rendimiento de los valores de renta fija con calificación de grado de inversión de las sociedades no financieras de la zona del euro y el tipo libre de riesgo disminuyó 5 puntos básicos y se situó en 74 puntos básicos (véase gráfico 8). Los rendimientos de la deuda del sector financiero también experimentaron un descenso, con una caída de unos 10 puntos básicos de su diferencial con respecto al tipo libre de riesgo. Aunque ambos diferenciales se mantienen, en general, en torno a los niveles medios observados desde la introducción del programa de compras de bonos corporativos (CSPP, por sus siglas en inglés) en marzo de 2016, las disminuciones más recientes pueden haberse visto favorecidas por la expectativa de adopción de medidas adicionales de política monetaria.

Gráfico 8

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

(puntos básicos)

- Instituciones financieras
- Sociedades no financieras



Fuentes: Índices iBoxx y cálculos del BCE.

Notas: La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (6 de junio de 2019). Las últimas observaciones corresponden al 11 de septiembre de 2019.

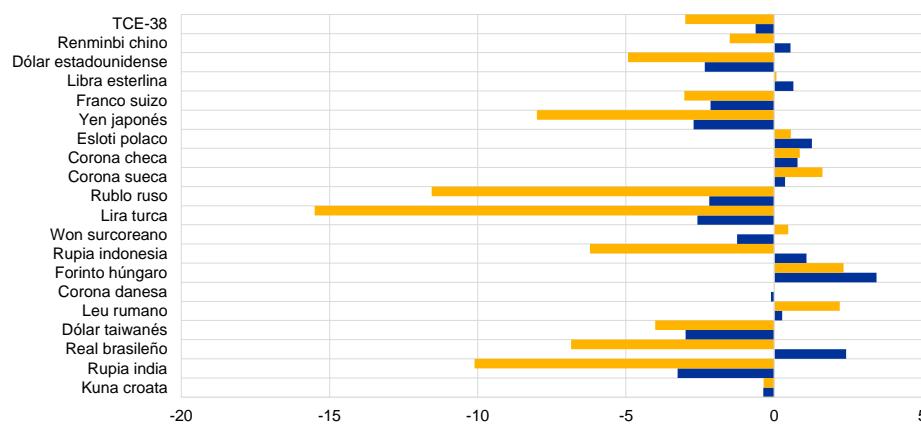
En los mercados de divisas, el tipo de cambio efectivo del euro se mantuvo sin cambios, en términos generales, durante el período analizado (véase gráfico 9). El tipo de cambio efectivo nominal del euro, medido frente a las monedas de 38 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro, se depreció un 0,6 %. El euro se debilitó frente al dólar estadounidense (2,3 %), el yen japonés (2,7 %) y el franco suizo (2,1 %), y perdió valor frente a las monedas de la mayoría de las economías emergentes. La moneda única se apreció un 0,6 % frente al renminbi chino, lo que revirtió la debilidad mostrada en julio. El euro también se fortaleció frente al real brasileño y la rupia indonesia, así como frente a la libra esterlina (0,6 %) y frente a las monedas de la mayoría de los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro.

Gráfico 9

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

(tasas de variación)

- Desde el 6 de junio de 2019
- Desde el 11 de septiembre de 2018



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 11 de septiembre de 2019.

3

Actividad económica

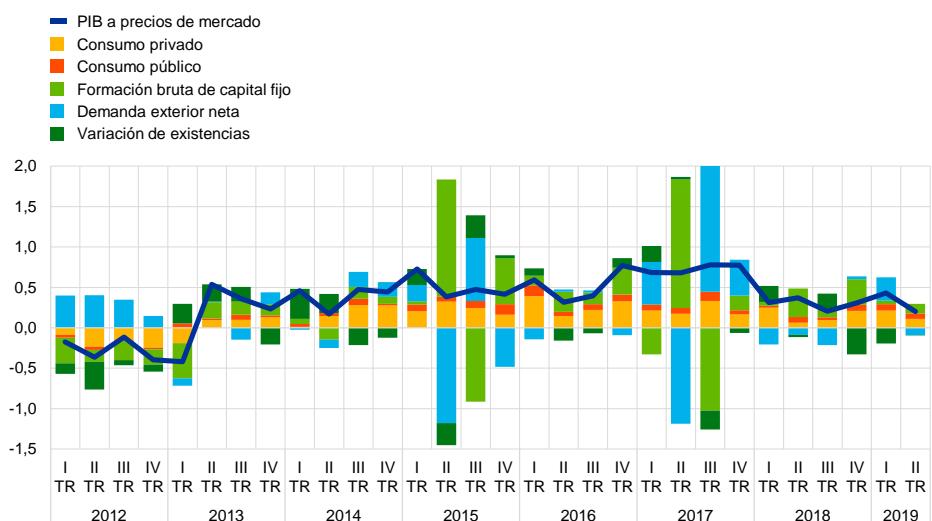
El crecimiento económico de la zona del euro se ralentizó en el segundo trimestre de 2019, reanudándose así la moderación observada en 2018. En términos intertrimestrales, el avance del PIB real de la zona del euro se desaceleró hasta el 0,2 % en el citado trimestre, favorecido principalmente por el incremento de la demanda interna, mientras que la demanda exterior neta afectó al crecimiento. De cara al futuro, los indicadores económicos y los resultados de las encuestas más recientes sugieren un crecimiento contenido. Las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de septiembre de 2019 prevén un crecimiento anual del PIB real del 1,1 % en 2019 y del 1,2 % en 2020, antes de alcanzar gradualmente el 1,4 % en 2021. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de junio de 2019, las perspectivas de crecimiento del PIB real de la zona del euro se han revisado a la baja para 2019 y 2020, como consecuencia del deterioro de las perspectivas a corto plazo, caracterizadas por la mayor debilidad de los indicadores de confianza y las persistentes incertidumbres a escala mundial.

El crecimiento de la zona del euro se mantuvo moderado en los dos primeros trimestres de 2019, pero las diferencias entre países se hicieron más evidentes en el segundo. El PIB real registró un avance intertrimestral del 0,3 %, en promedio, en los dos primeros trimestres de 2019, manteniendo el mismo ritmo de crecimiento medio que el año anterior (véase gráfico 10). Esta moderada evolución obedece, fundamentalmente, al debilitamiento de la demanda externa. La demanda interna continuó siendo el principal motor de la actividad económica y ha sido el componente del PIB que más ha respaldado el crecimiento desde que el avance del PIB real comenzó a ralentizarse, a principios de 2018. La variación de existencias apenas contribuyó al crecimiento del PIB real en el segundo trimestre de 2019, mientras que la aportación de la demanda exterior neta fue negativa, lo que reflejó la contención de la demanda externa en un contexto de incertidumbre global acerca de las políticas. En cuanto a la producción, la moderación de la actividad económica en el segundo trimestre del año tuvo su origen en el crecimiento negativo del sector manufacturero, consecuencia tanto de las disputas comerciales a escala internacional como de la evolución de países concretos (véase recuadro 3). El sector servicios perdió algo de impulso en el segundo trimestre de 2019 en términos de valor añadido, posiblemente como resultado de cierto contagio de la debilidad del sector manufacturero.

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 segundo trimestre de 2019.

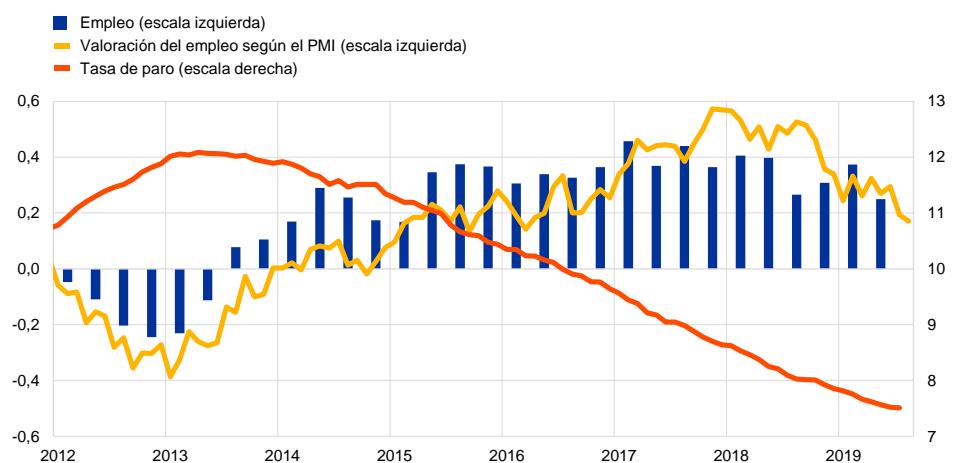
Los mercados de trabajo de la zona del euro aún están mejorando, si bien a un ritmo moderado. El empleo registró un crecimiento intertrimestral del 0,2 % en el segundo trimestre de 2019, desde el 0,4 % observado en el primer trimestre, en línea con el avance del producto. En comparación con el primer trimestre, la tasa de crecimiento del empleo se mantuvo sin cambios, en el 0,4 %, en los servicios, mientras que en la industria, excluida la construcción, descendió hasta el 0,1 %, tras experimentar un incremento del 0,4 % en el primer trimestre del año. En cambio, en la construcción se redujo un 0,2 %, tras aumentar un 0,2 % el trimestre anterior.

De cara al futuro, los datos y los indicadores de opinión recientes siguen señalando un crecimiento positivo del empleo, aunque experimentará cierta moderación adicional. En julio, la tasa de paro de la zona del euro no varió con respecto al mes anterior y fue del 7,5 %, la más baja observada desde julio de 2008. Aunque los indicadores coyunturales procedentes de encuestas han descendido desde los elevados niveles registrados en 2018, continúan sugiriendo que el crecimiento del empleo será positivo en el futuro próximo, aunque experimentará cierta moderación.

Gráfico 11

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

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



Fuentes: Eurostat, Markit y cálculos del BCE.

Notas: El Índice de directores de compras (PMI, por sus siglas en inglés) está expresado como una desviación de 50 dividida por 10. Las últimas observaciones corresponden al segundo trimestre de 2019 para el empleo, a agosto de 2019 para el PMI y a julio de 2019 para la tasa de paro.

La evolución del consumo privado sigue estando impulsada por la recuperación del mercado de trabajo. En el segundo trimestre de 2019, el consumo privado aumentó un 0,2 %, en tasa intertrimestral, tras registrar un crecimiento algo más vigoroso en el primer trimestre. La evolución más reciente del comercio minorista y de las matriculaciones de automóviles es básicamente acorde con las expectativas de un avance sostenido del consumo a corto plazo. Desde una perspectiva de más largo plazo, el incremento de las rentas del trabajo está respaldando el gasto en consumo, lo que también se refleja en unos niveles de confianza de los consumidores todavía elevados (véase recuadro 5). Además, la mejora de los balances de los hogares sigue siendo un importante determinante de la fortaleza del crecimiento del consumo, ya que la solvencia de los hogares es un factor clave de su acceso al crédito.

Se espera que el crecimiento de la inversión empresarial continúe viéndose respaldado por unas condiciones de financiación acomodaticias, aunque la debilidad de las expectativas de beneficios sugiere cierta moderación. El crecimiento intertrimestral de la inversión, excluida la construcción, en la zona del euro repuntó en el segundo trimestre de 2019, hasta alcanzar el 1 %, desde el -0,9 % observado en el primer trimestre. No obstante, se prevé que la inversión empresarial registre un avance contenido a corto plazo, en consonancia con la relativa debilidad de los márgenes y las valoraciones de las empresas. Las expectativas de beneficios de las empresas cotizadas en la zona del euro sugieren cierta moderación en lo que se refiere a las decisiones de inversión, si bien las favorables condiciones de financiación deberían reflejarse en el acceso al crédito de las sociedades no financieras y, por tanto, impulsar el crecimiento de la inversión empresarial.

Se espera que la evolución de los mercados de la vivienda contribuya al crecimiento, aunque a un ritmo más moderado. El crecimiento intertrimestral de la inversión residencial se ralentizó significativamente, desde el 1,4 % observado en el primer trimestre de 2019 hasta el 0,3 % en el segundo, la tasa más baja registrada desde el primer trimestre de 2017. Los indicadores de coyuntura y los resultados de las encuestas publicados recientemente sugieren cierta pérdida de dinamismo en el tercer trimestre de 2019, aunque se mantienen por encima de las medias históricas. El indicador de confianza de la construcción de la Comisión Europea correspondiente a julio y agosto apunta a un impulso positivo, pero en fase de desaceleración, en el tercer trimestre. Asimismo, el índice de directores de compras (PMI) de producción de la construcción y su componente residencial señalaron unas expectativas de crecimiento prácticamente estancado en la construcción en julio y en agosto, situándose por debajo del nivel medio del trimestre anterior.

La tasa de crecimiento de las exportaciones de la zona del euro volvió a descender en el segundo trimestre de 2019 hasta situarse en el 0 %, debido a una disminución del 0,1 % de las exportaciones reales de bienes. Las exportaciones de servicios continuaron debilitándose, pero aún crecieron un 0,4 %. Este comportamiento general fue atribuible, principalmente, a las exportaciones a países de fuera de la zona del euro y, en concreto, a la brusca caída de las exportaciones al Reino Unido, relacionada con la persistente incertidumbre en torno al Brexit. En cambio, el total de exportaciones a Asia (excluida China) y, fundamentalmente, las exportaciones de productos químicos a Estados Unidos proporcionaron cierto apoyo. De cara al futuro, los indicadores adelantados sugieren que las exportaciones de la zona del euro registrarán un crecimiento anémico, aunque se observan señales algo más positivas en el indicador de nuevos pedidos exteriores del sector manufacturero de países de fuera de la zona del euro, así como en algunos indicadores de transporte de mercancías durante el verano.

Los indicadores económicos y los resultados de las encuestas más recientes confirman la persistencia de riesgos a la baja para las perspectivas de crecimiento económico de la zona del euro. La producción industrial de la zona del euro (excluida la construcción) registró una caída intermensual generalizada del 1,6 % en julio, principalmente como resultado de la menor producción de bienes de equipo. En cuanto a la información procedente de las encuestas, el indicador de sentimiento económico (ESI, por sus siglas en inglés) de la Comisión Europea aumentó entre julio y agosto hasta situarse por encima de su media de largo plazo. Sin embargo, en comparación con el trimestre anterior, ha retrocedido, en promedio, en los meses transcurridos del tercer trimestre de 2019. El PMI compuesto de producción se mantuvo contenido a lo largo del segundo trimestre del año y, pese a la ligera mejora observada más recientemente, en agosto permaneció por debajo de su media de largo plazo, lo que sugiere que las perspectivas de crecimiento económico son moderadas.

La política monetaria del BCE seguirá sosteniendo la demanda interna frente al deterioro de las perspectivas a corto plazo de crecimiento del PIB real de la zona del euro. El consumo privado se sustenta en los balances saneados de los

hogares, en la fortaleza de los mercados de trabajo y en el aumento continuado del empleo. La inversión empresarial se ve favorecida por unas condiciones de financiación propicias y por la fortaleza de la demanda, pese a la menor rentabilidad de las empresas. En general, la inversión en vivienda sigue siendo sólida. No obstante, se espera que la desaceleración de la actividad mundial continúe lastrando el crecimiento de la zona del euro y afecte a las exportaciones de la zona en un contexto de continua incertidumbre global acerca de las políticas y de elevados riesgos geopolíticos.

Las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de septiembre de 2019 prevén un crecimiento anual del PIB real del 1,1 % en 2019, el 1,2 % en 2020 y el 1,4 % en 2021 (véase gráfico 12). En comparación con las proyecciones macroeconómicas del Eurosistema de junio de 2019, las perspectivas de crecimiento del PIB real de la zona del euro se han revisado a la baja para 2019 y 2020, debido al deterioro de las perspectivas a corto plazo. Los riesgos para las perspectivas de crecimiento de la zona del euro siguen apuntando a la baja. La incertidumbre global acerca de las políticas, el aumento del proteccionismo y los factores geopolíticos han vuelto a adquirir mayor relevancia recientemente y continúan siendo un lastre para el crecimiento de la zona del euro.

Gráfico 12

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

(tasas de variación intertrimestral)



Fuentes: Eurostat y el artículo titulado «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro, septiembre 2019», publicado en el sitio web del BCE el 12 de septiembre 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, disponible en el sitio web del BCE.

4

Precios y costes

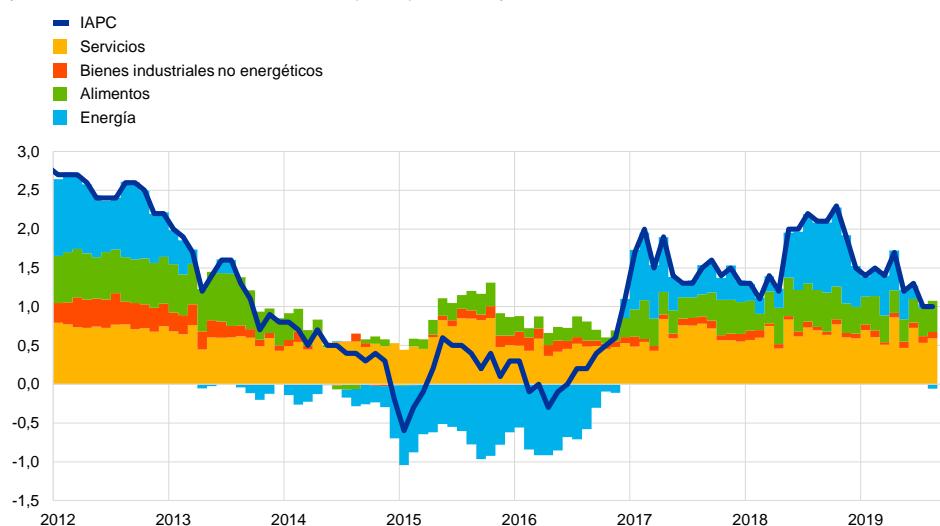
Según la estimación de avance de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro se situó en el 1 % en agosto de 2019, sin variación con respecto a julio. Los indicadores de la inflación subyacente se mantuvieron, en general, en niveles moderados, y los de las expectativas de inflación se sitúan en niveles reducidos. Aunque las presiones sobre los costes laborales se han intensificado y ampliado en un contexto de elevada utilización de la capacidad productiva y de tensionamiento de los mercados de trabajo, su transmisión a la inflación está tardando más de lo previsto. 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 sólido crecimiento de los salarios. Esta valoración se refleja también, en general, en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de septiembre de 2019, que sitúan la inflación anual medida por el IAPC en el 1,2 % en 2019, el 1 % en 2020 y el 1,5 % en 2021. En comparación con las proyecciones macroeconómicas del Eurosistema de junio de 2019, las perspectivas de inflación medida por el IAPC se han revisado a la baja para todo el horizonte de proyección, como reflejo del descenso de los precios de la energía y del entorno de crecimiento más débil. 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 1,2 % en 2020 y el 1,5 % en 2021.

La inflación general no varió en agosto. Según la estimación de avance de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro se situó en el 1 % en agosto, sin variación con respecto a julio, frente al 1,3 % registrado en junio (véase gráfico 13). La tasa de variación de los precios de la energía siguió disminuyendo y pasó a ser negativa en agosto, pero se vio compensada por una inflación de los alimentos más elevada que en julio.

Gráfico 13

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

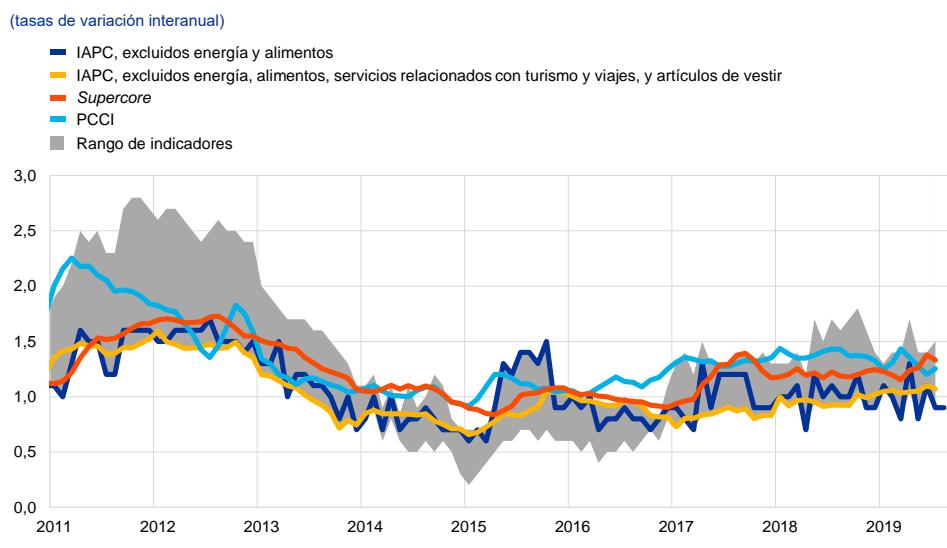
Los indicadores de la inflación subyacente se mantuvieron, en general, en niveles moderados. La inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, cayó hasta situarse en el 0,9 % en julio y en agosto, desde el 1,1 % de junio, en parte como consecuencia de efectos de calendario y de cambios metodológicos⁴. Los indicadores de la inflación subyacente que tienden a presentar menos volatilidad que la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, también se han mantenido bastante estables en los últimos trimestres (datos disponibles solo hasta julio) (véase gráfico 14). La inflación medida por el IAPC, excluidos la energía, los alimentos, los servicios relacionados con turismo y viajes, y los artículos de vestir, permaneció inalterada en el 1,1 % en junio y en julio. El indicador PCCI (componente persistente y común de la inflación) aumentó ligeramente desde el 1,2 % observado en junio y se situó en el 1,3 % en julio. El indicador *Supercore* (inflación «supersubyacente») se redujo hasta el 1,3 % en julio, desde el 1,4 % de junio⁵. En conjunto, las medidas de la inflación subyacente siguieron experimentando altibajos, pero se sitúan en niveles superiores a los mínimos registrados en 2016.

⁴ Se estima que los cambios en el método de contabilización de los precios de los paquetes turísticos en Alemania han tenido un impacto a la baja sobre el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, en la zona del euro. Para una información más detallada, véase el recuadro titulado «Dampening special effect in the HICP in July 2019» del artículo titulado «*Economic Conditions in Germany*», *Monthly Report*, Deutsche Bundesbank, agosto de 2019, pp. 57-59.

⁵ Para más información sobre estas medidas de la inflación subyacente, véanse los recuadros 2 y 3 del artículo titulado «*Measures of underlying inflation for the euro area*», *Boletín Económico*, número 4, BCE, 2018.

Gráfico 14

Indicadores de la inflación subyacente



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Las últimas observaciones corresponden a agosto de 2019 (estimación de avance) para el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, y a julio 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 recortada al 10 % del IAPC; la media recortada al 30 % del IAPC, y la mediana ponderada del IAPC. Las tasas de crecimiento del IAPC, excluidos la energía y los alimentos, correspondientes a 2015 están distorsionadas al alza debido a un cambio metodológico (véase el recuadro 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 más recientes de las presiones inflacionistas sobre los precios de consumo de los bienes industriales no energéticos mostraron señales dispares. La tasa de variación de los precios de producción de bienes de consumo no alimenticio destinados a ventas interiores se redujo hasta el 0,8 % en julio, desde el 0,9 % de mayo y de junio, pero se mantuvo muy por encima de su media de largo plazo. La tasa correspondiente de los precios de importación aumentó y se situó en el 0,8 % en julio, frente al 0,5 % de junio. Sin embargo, en fases anteriores del proceso de formación de precios, la inflación de los precios de producción internos de los bienes intermedios siguió disminuyendo, lo que probablemente refleje, en parte, la reciente bajada de los precios de la energía. Las presiones inflacionistas también se redujeron en las primeras fases del proceso de formación de precios, y en agosto la tasa de variación interanual de los precios de las materias primas, tanto energéticas como no energéticas, registró un descenso con respecto a julio.

El crecimiento de los salarios siguió siendo vigoroso. La tasa de avance interanual de la remuneración por asalariado se situó en el 2,1 % en el segundo trimestre de 2019, ligeramente por debajo del 2,2 % registrado en el primer trimestre (véase gráfico 15). Las cifras correspondientes al primer y al segundo trimestre de 2019 se vieron afectadas por una caída significativa de las cotizaciones sociales⁶. La tasa de crecimiento interanual de los sueldos y los salarios por trabajador, que excluye las cotizaciones sociales, fue del 2,4 % en el segundo trimestre, frente

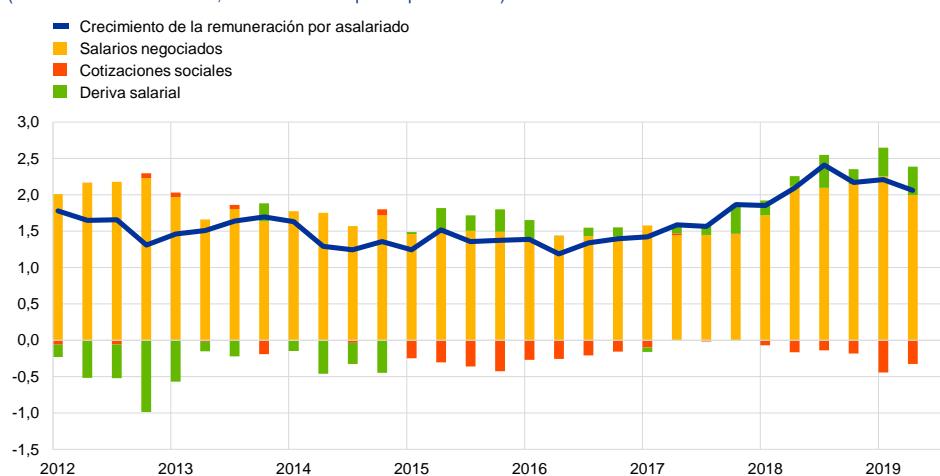
⁶ Esta disminución estuvo relacionada con una rebaja permanente de las cotizaciones sociales a cargo de los empresarios en Francia, que sustituyó el crédito fiscal para incentivar la competitividad y el empleo (*crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi* [CICE]) en el primer trimestre de 2019.

al 2,6 % del primer trimestre y el 2,3 % registrado, en promedio, el año anterior. La tasa de avance interanual de los salarios negociados en la zona del euro se redujo hasta situarse en el 2 % en el segundo trimestre de 2019, desde el 2,3 % del primer trimestre, principalmente como consecuencia de pagos extraordinarios efectuados en Alemania. Al margen de los factores transitorios, la tasa de crecimiento 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 %⁷.

Gráfico 15

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 segundo trimestre de 2019.

Los indicadores de mercado de las expectativas de inflación a largo plazo se han mantenido en niveles muy reducidos, y los indicadores de opinión también se sitúan en mínimos históricos. Los indicadores de mercado de las expectativas de inflación registraron un leve descenso en el período analizado y han fluctuado en niveles ligeramente superiores a sus mínimos históricos. El tipo swap de inflación a cinco años dentro de cinco años se situó en el 1,22 % el 11 de septiembre de 2019, en torno a 7 puntos básicos por debajo del nivel observado cuando se celebró la reunión de política monetaria del Consejo de Gobierno en julio. Sin embargo, aunque la probabilidad de deflación basada en las expectativas de los mercados continúa siendo baja, 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 %. Las expectativas de inflación a largo plazo basadas en indicadores de opinión se sitúan en mínimos históricos según la encuesta del BCE a expertos en previsión económica (EPE) correspondiente al tercer trimestre de 2019 y según las encuestas de Consensus Economics y del Barómetro de la Zona del Euro publicadas en julio.

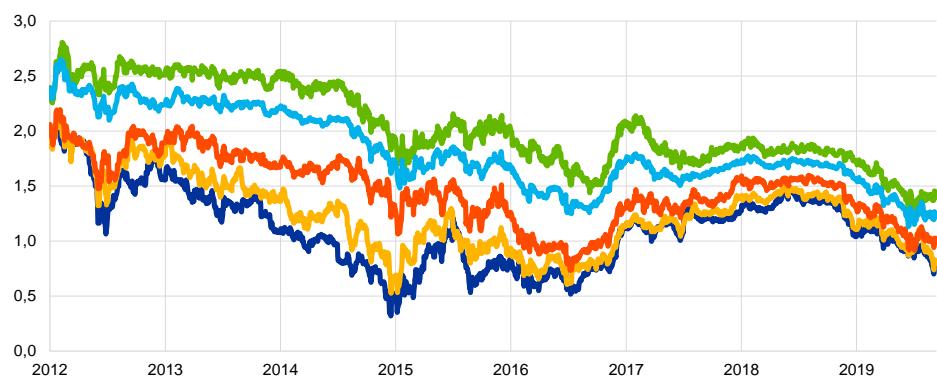
⁷ La media histórica se basa en los datos correspondientes al período comprendido entre el primer trimestre de 1999 y el segundo trimestre de 2019.

Gráfico 16

Indicadores de mercado de las expectativas de inflación

(tasas de variación interanual)

- Tasa a un año dentro de un año
- Tasa a un año dentro de dos años
- Tasa a un año dentro de cuatro años
- Tasa a un año dentro de nueve años
- Tasa a cinco años dentro de cinco años



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden al 11 de septiembre de 2019.

Según las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE de septiembre de 2019, la inflación subyacente aumentará a medio plazo.

Estas proyecciones, que se basan en la información disponible a finales de agosto, sitúan la inflación media medida por el IAPC general en el 1,2 % en 2019, el 1 % en 2020 y el 1,5 % en 2021, frente al 1,3 %, el 1,4 % y el 1,6 %, respectivamente, que se preveían en las proyecciones macroeconómicas del Eurosistema de junio de 2019 (véase gráfico 17). Las revisiones obedecen, en gran parte, al componente energético, que se ha corregido notablemente a la baja para 2019 y 2020 como consecuencia del descenso de los precios del petróleo. A tenor de las proyecciones, la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, experimentará altibajos en 2020 y cobrará fuerza en 2021, respaldada por el repunte esperado de la actividad y la recuperación asociada de los márgenes, a medida que los anteriores incrementos de los costes laborales se trasladan a los precios. Se espera que la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, avance del 1,1 % en 2019 al 1,2 % en 2020 y al 1,5 % en 2021. Este perfil supone una revisión a la baja que refleja, principalmente, datos que muestran una evolución más débil de lo esperado en lo que va de año.

Gráfico 17

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

(tasas de variación interanual)



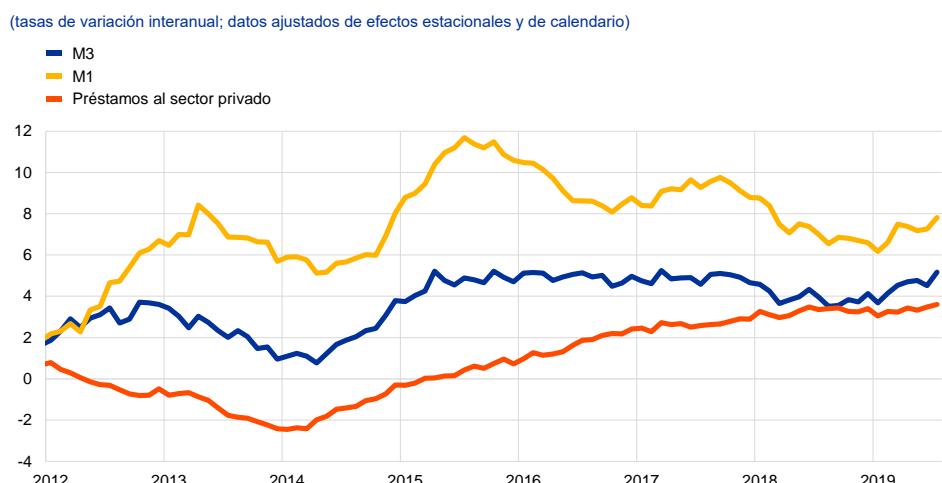
Fuentes: Eurostat y el artículo titulado «[Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro, septiembre 2019](#)», publicado en el sitio web del BCE el 12 de septiembre de 2019.

Notas: Las últimas observaciones corresponden al segundo 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 29 de agosto de 2019.

En julio de 2019, el crecimiento interanual del agregado monetario amplio se incrementó considerablemente, mientras que los préstamos al sector privado prácticamente no variaron. El crecimiento de M3 mantuvo su fortaleza frente a la menor contribución automática de las adquisiciones netas realizadas en el marco del programa de compra de activos (APP, por sus siglas en inglés) y al debilitamiento del dinamismo de la economía. Al mismo tiempo, las favorables condiciones de financiación y de concesión de crédito de los bancos continuaron respaldando los flujos de préstamos y, por ende, el crecimiento económico. Las emisiones netas de valores representativos de deuda por parte de las sociedades no financieras fueron elevadas en el segundo trimestre de 2019, tras registrar un máximo histórico en el primer trimestre, en un entorno de mejora continua de las condiciones de los mercados de renta fija.

El crecimiento del agregado monetario amplio se incrementó considerablemente en julio. La tasa de crecimiento interanual de M3 aumentó hasta situarse en el 5,2 % en julio de 2019, desde el 4,5 % registrado en junio del mismo año (véase gráfico 18), por lo que este agregado retornó a las elevadas tasas de crecimiento observadas en el período comprendido entre 2015 y 2017. El mayor crecimiento del agregado monetario amplio se vio respaldado por la caída del coste de oportunidad y mantuvo su fortaleza frente a la menor contribución automática positiva de las compras netas realizadas en el marco del APP y al debilitamiento del dinamismo de la economía. 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. La tasa de avance interanual de M1 se incrementó en julio hasta situarse en el 7,8 %, frente al 7,2 % de junio, continuando así la recuperación observada desde que comenzó el año.

Gráfico 18
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 julio de 2019.

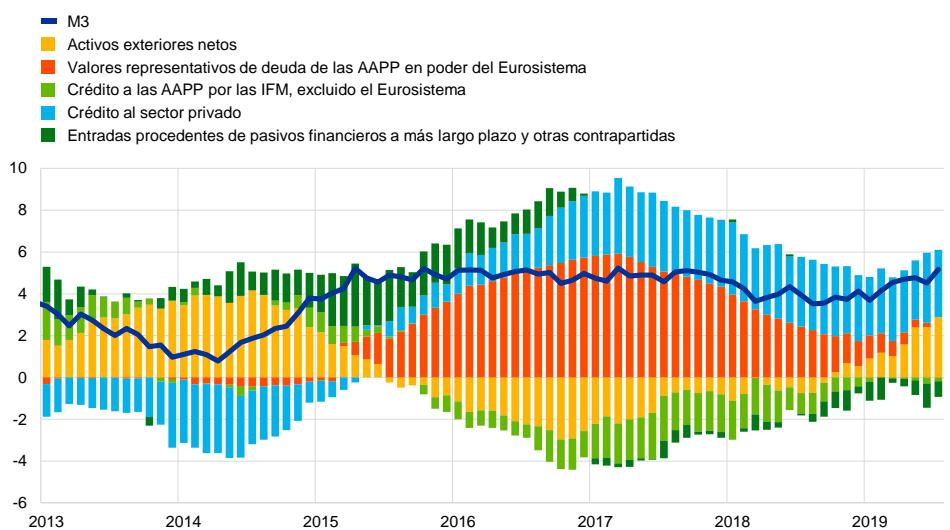
Los depósitos a la vista, que fueron los que más contribuyeron al crecimiento monetario, continuaron creciendo a un ritmo vigoroso. La tasa de avance interanual de los depósitos a la vista siguió aumentando y se situó en el 8,3 % en julio, como consecuencia del fuerte incremento de la tasa correspondiente a los depósitos a la vista de las sociedades no financieras y de los hogares. Entre los componentes de M1, el crecimiento interanual del efectivo en circulación mantuvo su solidez, aunque no fue excepcionalmente elevado en términos históricos, lo que señala que la sustitución por efectivo, en un entorno de tipos de interés muy bajos o negativos en la zona del euro en su conjunto, no se ha generalizado. Los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista (es decir, M2 menos M1) siguieron estando respaldados por el menor coste de oportunidad de mantener M3, y su contribución al crecimiento de M3 en julio fue neutral. Al mismo tiempo, persistió la aportación negativa de los instrumentos negociables (es decir, M3 menos M2) al crecimiento del agregado monetario amplio, como consecuencia de su remuneración relativamente reducida.

La contribución de las entradas de flujos monetarios externos al crecimiento de M3 aumentó de nuevo en julio. La menor aportación automática del APP al crecimiento de M3 se ha visto compensada, en gran medida, por la contribución positiva del crédito al sector privado, que siguió siendo la principal fuente de creación de dinero (véanse las barras de color azul del gráfico 19). 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, ha pasado a ser marginal (véanse las barras de color rojo del gráfico 19). En los últimos meses, la menor aportación del APP ha sido sustituida por los flujos monetarios externos (véanse las barras de color amarillo de las barras del gráfico 19). 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 19

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, excluidas las IFM, de la zona del euro. Por tanto, también incluye las adquisiciones de valores representativos de deuda del sector privado, excluidas las IFM, realizadas por el Eurosystema en el marco del programa de compras de bonos corporativos. La última observación corresponde a julio de 2019.

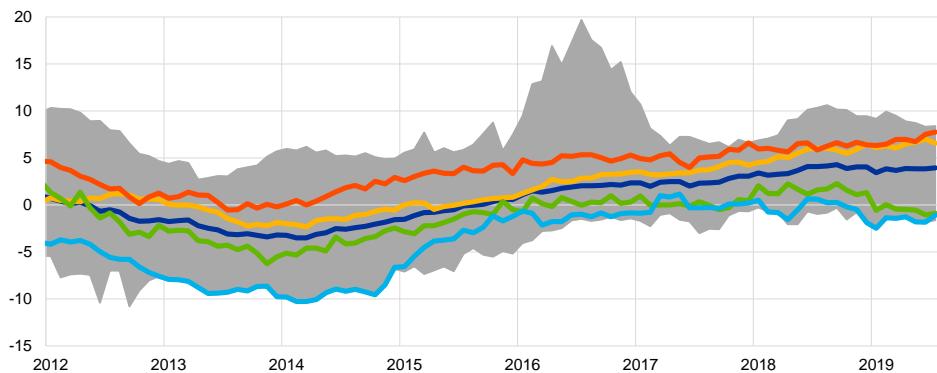
La tasa de crecimiento interanual de los préstamos al sector privado se mantuvo prácticamente sin variación, aunque algunos segmentos sensibles al ciclo mostraron debilidad. La tasa de avance interanual de los préstamos de las IFM al sector privado (ajustados de titulizaciones, otras transferencias y centralización nocional de tesorería *[notional cash pooling]*) fue del 3,6 % en julio, frente al 3,5 % registrado en junio (véase gráfico 18). Esta evolución obedeció principalmente al ligero incremento de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a los hogares, que se situó en el 3,4 % en julio, frente al 3,3 % de junio. Por tanto, el avance interanual de los préstamos a los hogares continuó su tendencia gradual al alza y se benefició de nuevas mejoras en el mercado de trabajo y de una evolución todavía positiva del mercado de la vivienda. Después de haber alcanzado un punto de inflexión (4,3 %) en septiembre de 2018, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a las sociedades no financieras se mantuvo estable, en el 3,9 %, en julio. Este resultado fue acorde con el retardo de su patrón cíclico con respecto a la actividad económica real y con la ralentización de la demanda agregada observada en 2018. En particular, esto se reflejó en la debilidad patente en segmentos sensibles al ciclo, como los préstamos a corto plazo y los préstamos al sector manufacturero. En general, el crecimiento de los préstamos siguió beneficiándose de unas condiciones de concesión de crédito favorables. Asimismo, el avance de los préstamos a empresas y a hogares se caracteriza por una considerable heterogeneidad entre países (véanse gráficos 20 y 21), que refleja, entre otros aspectos, diferencias en el ciclo económico entre unos países y otros, variaciones en la disponibilidad de otras fuentes de financiación, así como disparidades en la evolución de los precios de la vivienda en los distintos países.

Gráfico 20

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.

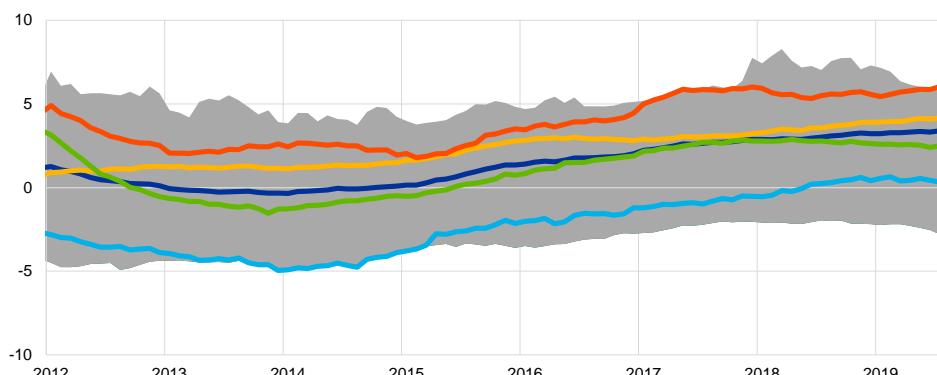
Notas: Préstamos ajustados de titulizaciones, otras transferencias y centralización nocial de tesorería (*notional cash pooling*). La dispersión entre países se calcula sobre la base de valores mínimos y máximos en una muestra fija de doce países de la zona del euro. La última observación corresponde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

Gráfico 21

Préstamos de las IFM a los hogares 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 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 julio de 2019.

Las condiciones de financiación de la deuda de las entidades de crédito han seguido mejorando. Desde que comenzó 2019, el coste sintético de la financiación de la deuda de las entidades de crédito de la Zona del euro ha continuado disminuyendo, básicamente en consonancia con la evolución de los tipos de interés de referencia del mercado (véase gráfico 22). Este descenso ha obedecido,

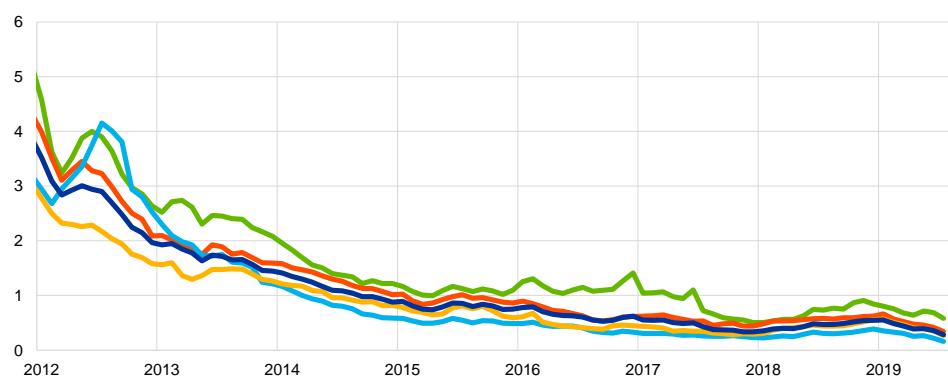
fundamentalmente, a la notable caída de la rentabilidad de los bonos bancarios, mientras que los tipos de interés de los depósitos de las entidades de crédito de la zona del euro se han mantenido próximos a sus mínimos históricos. En comparación con los depósitos, los bonos bancarios han seguido siendo la fuente de financiación más cara y han representado una proporción limitada de la financiación total mediante deuda de los bancos. La mejora de los costes de financiación de la deuda de las entidades fue generalizada en los países de mayor tamaño de la zona del euro. Además, en sus respuestas a la encuesta sobre préstamos bancarios del BCE, las entidades de la zona indicaron que el acceso a la financiación había mejorado en el primer semestre 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 el primer semestre de 2019, los márgenes crédito-depósito de las entidades de crédito de la zona disminuyeron ligeramente para las nuevas operaciones. En este sentido, la capacidad de aplicar tipos de interés negativos a los depósitos, que varía de un país a otro en el caso de los depósitos de las sociedades no financieras, afecta considerablemente a la magnitud de estos márgenes. De este modo, la compresión de los márgenes crédito-depósito 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 han seguido siendo favorables y reflejan la orientación acomodaticia de la política monetaria del BCE, así como la mejora de los balances bancarios. Aunque 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 22

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)

- Zona del euro
- Alemania
- Francia
- Italia
- España



Fuentes: BCE, Markit iBoxx y cálculos del BCE.

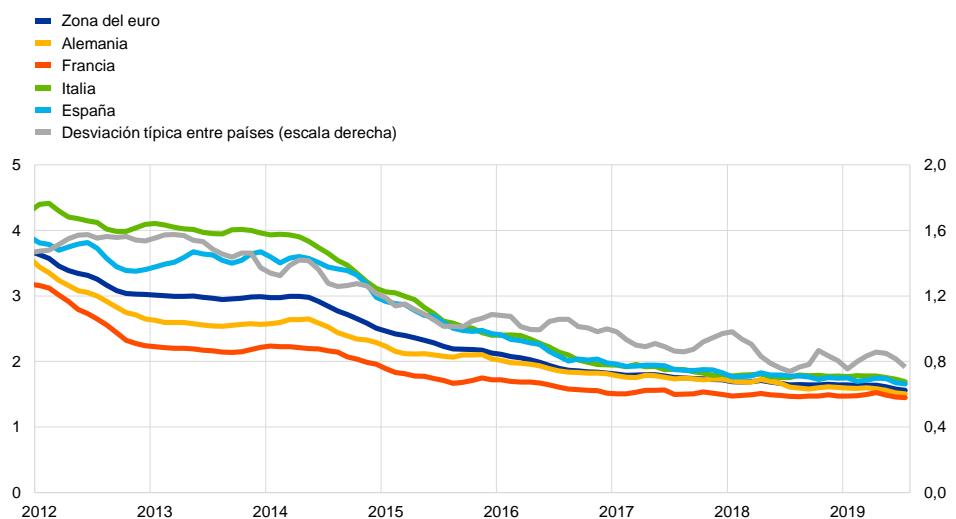
Notas: El coste sintético de los depósitos se calcula como una media de los tipos de interés de las nuevas operaciones de depósitos a la vista, depósitos a plazo y depósitos con preaviso, ponderada por los correspondientes saldos vivos. La última observación corresponde a julio de 2019.

Los tipos de interés del crédito bancario concedido a las sociedades no financieras y a los hogares continuaron disminuyendo. Este descenso fue acorde, en general, con la evolución de los tipos de interés de referencia del mercado. En julio de 2019, el tipo de interés sintético de los préstamos bancarios otorgados a las sociedades no financieras (véase gráfico 23) se situó en el 1,56 %, solo ligeramente por encima de su mínimo histórico, mientras que el de los préstamos para adquisición de vivienda registró un nuevo mínimo histórico en julio, y se situó en el 1,61 % (véase gráfico 24). La presión de la competencia y los costes de financiación más favorables de las entidades de crédito moderaron los tipos de interés de los préstamos concedidos a las sociedades no financieras y 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 considerablemente desde que el BCE anunció medidas de expansión crediticia en junio de 2014 y, entre mayo de 2014 y julio de 2019, cayeron en torno a 140 y 130 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 23

Tipos de interés sintéticos de los préstamos a las sociedades no financieras

(porcentajes; medias móviles de tres meses)



Fuente: BCE.

Notas: El indicador del coste total de financiación bancaria se calcula agregando los tipos de interés a corto y a largo plazo utilizando una media móvil de 24 meses del volumen de nuevas operaciones. La desviación típica entre países se calcula sobre una muestra fija de doce países de la zona del euro. La última observación corresponde a julio de 2019.

Gráfico 24**Tipos de interés sintéticos de los préstamos para adquisición de vivienda**

(porcentajes; medias móviles de tres meses)

■ Zona del euro

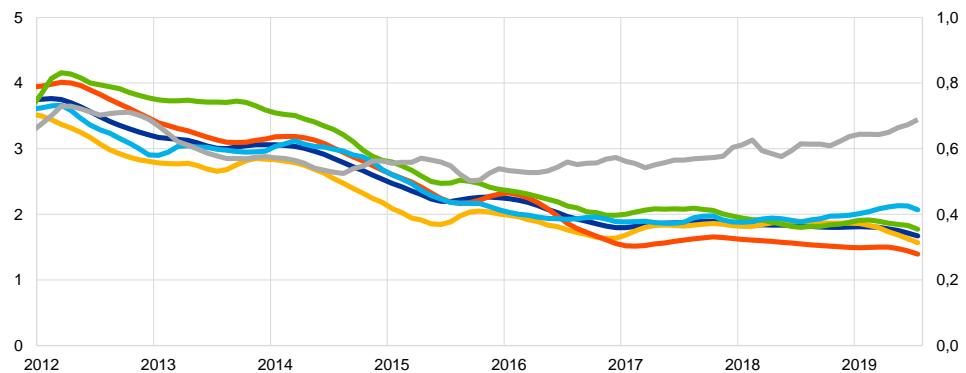
■ Alemania

■ 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 julio de 2019.

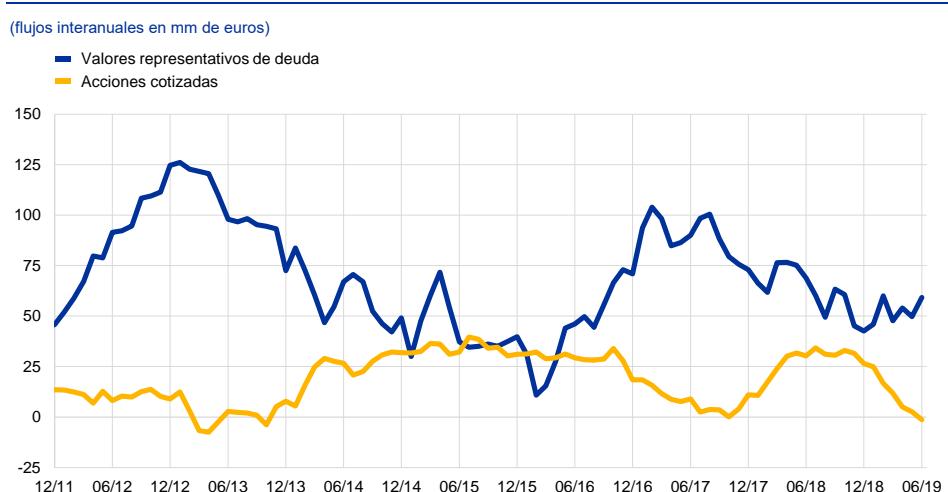
El flujo interanual total de financiación externa de las sociedades no financieras de la zona del euro apenas varió en el segundo trimestre de 2019, tras la fuerte contracción observada en el trimestre anterior. Los préstamos concedidos por las entidades de crédito crecieron durante este trimestre, mientras que las emisiones netas de valores representativos de deuda continuaron siendo elevadas. En cambio, las emisiones netas de acciones cotizadas y los préstamos de las instituciones financieras no monetarias se mantuvieron débiles. En comparación con anteriores desaceleraciones económicas, los flujos de financiación mediante deuda de las sociedades no financieras han mantenido una capacidad de resistencia relativa. Esta evolución refleja unas condiciones de financiación de la deuda favorables, la mayor contribución de los servicios y de las actividades relacionadas con el sector inmobiliario al crecimiento general de la economía, el sólido avance de la inversión empresarial y la ralentización del crecimiento de los beneficios, factores todos ellos que han sustentado el volumen de financiación mediante deuda.

En el segundo trimestre de 2019, las emisiones netas de valores representativos de deuda por parte de las sociedades no financieras fueron bastante elevadas, aunque se redujeron con respecto al nivel registrado en el trimestre anterior, el más alto desde 1999. La moderación de las emisiones netas de valores representativos de deuda en el segundo trimestre de 2019 está en consonancia con el patrón estacional típico de la serie y el efecto de reversión tras los niveles excepcionalmente elevados —42 mm de euros— del trimestre precedente. Asimismo, entre abril y junio de 2019 el coste de la financiación mediante valores de renta fija se redujo otros 25 puntos básicos y continuó respaldando las emisiones netas de valores representativos de deuda. Desde una perspectiva de medio plazo, parece que la desaceleración gradual de los flujos interanuales de emisiones netas que empezó en 2017 se ha detenido, al menos temporalmente.

(véase gráfico 25), lo que confirma las señales de estabilización gradual observadas desde principios de 2019. Los datos de mercado sugieren que las emisiones netas de valores representativos de deuda continuaron siendo elevadas en julio y en agosto de 2019, aunque se limitaron a los emisores con calificación de grado de inversión, mientras que las emisiones de alta rentabilidad permanecen en niveles mucho más moderados que en el segundo trimestre de 2019. Las emisiones netas de acciones cotizadas siguieron disminuyendo y pasaron a ser negativas en el segundo trimestre de 2019, como consecuencia de la escasa actividad de fusiones y adquisiciones y de un aumento continuado del coste de financiación mediante acciones.

Gráfico 25

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 junio de 2019.

En junio de 2019, el coste de financiación de las sociedades no financieras se mantuvo ligeramente por encima del mínimo histórico registrado en abril de 2019. 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 4,6 % en junio de 2019. Esta cifra supone un incremento de 16 puntos básicos con respecto a abril de 2019, cuando el coste de financiación alcanzó su mínimo histórico, pero sigue siendo inferior al nivel observado a mediados de 2014, cuando empezaron a generarse expectativas en los mercados sobre la introducción del programa de compras de valores públicos. El aumento del coste de financiación es atribuible al mayor coste de las acciones —resultante del incremento de las primas de riesgo—, que se vio contrarrestado solo en parte por un nuevo descenso del coste de los valores de renta fija. Se estima que, en los dos meses siguientes, el coste total de la financiación se mantuvo prácticamente en el nivel registrado en junio de 2019.

6

Evolución de las finanzas públicas

Se prevé que el déficit presupuestario de la zona del euro aumente como consecuencia de la reducción de los saldos primarios durante el horizonte de proyección (2019-2021). El diferencial favorable tipo de interés-crecimiento y los saldos primarios positivos, aunque en disminución, siguen manteniendo la deuda pública en relación con el PIB de la zona del euro en una senda descendente. Se espera que la orientación general de la política fiscal de la zona del euro sea ligeramente expansiva y que respalte la actividad económica en cierta medida. En vista del debilitamiento de las perspectivas económicas y de la persistencia de pronunciados riesgos a la baja, los Gobiernos con margen de maniobra fiscal que estén afrontando una desaceleración deberían actuar de manera efectiva y oportuna. Asimismo, en los países con niveles elevados de deuda pública, los Gobiernos deben aplicar políticas prudentes y cumplir los objetivos de saldo estructural. Con ello se crearán las condiciones para que los estabilizadores automáticos actúen libremente.

Se prevé que el saldo presupuestario de las Administraciones Públicas de la zona del euro disminuya a lo largo del horizonte de proyección⁸. Según las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE de septiembre de 2019, la ratio de déficit de las Administraciones Públicas de la zona del euro aumentará desde el 0,5 % del PIB en 2018 hasta el 0,8 % del PIB en 2019. Esta evolución obedece a una reducción del saldo primario ajustado de ciclo, contrarrestada, en parte, con una disminución del gasto por intereses, mientras que el componente cíclico se mantiene prácticamente inalterado. Se espera que el mayor déficit persista en 2020, que siga aumentando hasta situarse en el 1 % del PIB en 2021 (véase gráfico 26), debido a un descenso continuado del saldo primario ajustado de ciclo.

En comparación con las proyecciones de los expertos del Eurosystema de junio de 2019, las perspectivas relativas al saldo presupuestario de las Administraciones Públicas de la zona de euro prácticamente no han variado. Aunque se prevé que la ratio de déficit registre un leve descenso en 2019, debido al aumento del saldo primario ajustado de ciclo, se ha revisado ligeramente al alza para 2021, reflejo de que el componente cíclico será menos favorable.

⁸ Véanse las «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro, septiembre de 2019», publicadas en el sitio web del BCE el 12 de septiembre de 2019.

Gráfico 26**Saldo presupuestario y sus componentes**

(porcentaje del PIB)

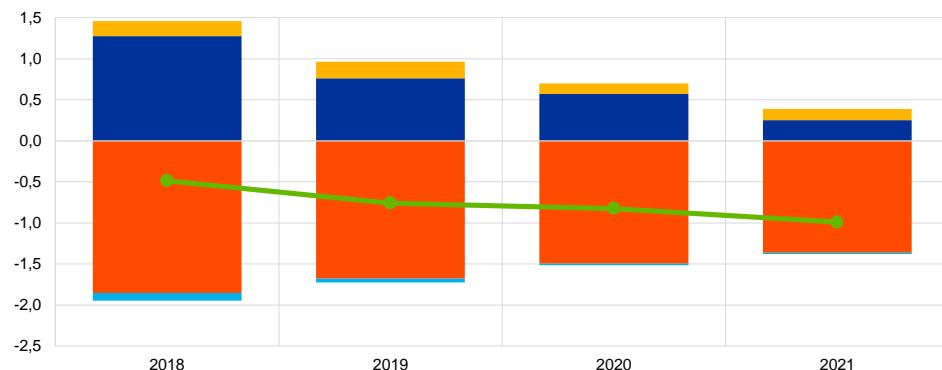
■ Saldo primario ajustado de ciclo (excluidas ayudas al sector financiero)

■ Componente cíclico

■ Pagos por intereses

● Saldo presupuestario

■ Ayudas al sector financiero



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

Se considera que la orientación general de la política fiscal de la zona del euro será ligeramente expansiva durante el horizonte de proyección⁹. La relajación de esta orientación en 2019 se debe, fundamentalmente, a los recortes de los impuestos directos en Francia y en Alemania, y al incremento del gasto público en Alemania. En los dos años siguientes, la orientación continuará siendo ligeramente expansiva, principalmente como consecuencia de nuevas reducciones de los impuestos directos y de las cotizaciones sociales en la mayoría de los países más grandes de la zona del euro.

Se prevé que la ratio agregada de deuda pública en relación con el PIB de la zona del euro continúe disminuyendo. Según las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE de septiembre de 2019, la deuda agregada de las Administraciones Pùblicas en relación con el PIB de la zona del euro descenderá desde el 85,4 % de 2018¹⁰ hasta el 81,2 % en 2021. La reducción proyectada de esta ratio se sustenta en un diferencial tipo de interés-crecimiento negativo¹¹ y en el mantenimiento de los superávits primarios, aunque se espera que estos disminuyan con el tiempo (véase gráfico 27). La ratio de deuda se reducirá en la mayoría de los países de la zona del euro durante el horizonte de proyección, pero seguirá superando considerablemente el valor de referencia del 60 % del PIB en algunos. En comparación con las proyecciones de junio de 2019, se espera que la citada

⁹ 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.

¹⁰ Como las proyecciones suelen tener en cuenta las revisiones más recientes de los datos, podría haber diferencias con respecto a los últimos datos validados de Eurostat.

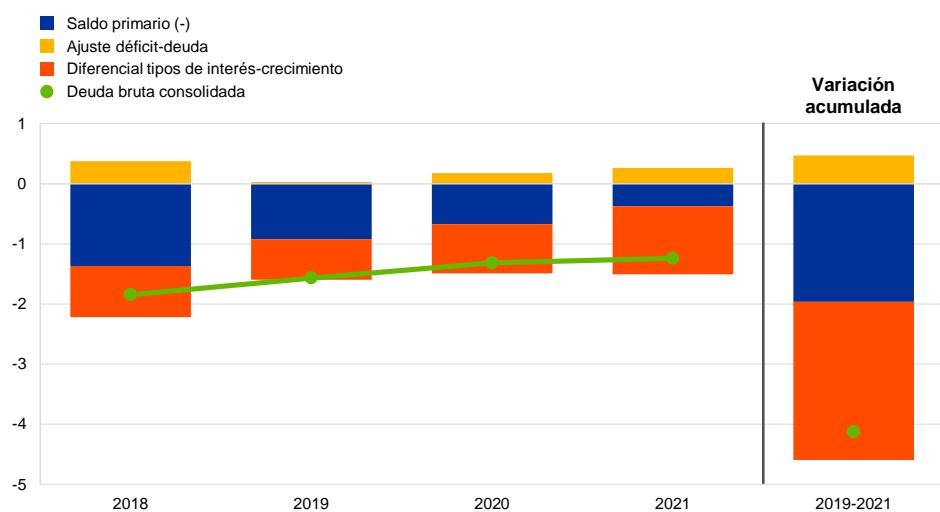
¹¹ Para más información, véase el recuadro titulado «El diferencial tipo de interés-crecimiento y la evolución de la deuda pública», *Boletín Económico*, número 2, BCE, 2019.

ratio descienda más lentamente, y la proyectada para 2021 se ha revisado al alza en 0,7 puntos porcentuales. Este incremento refleja una revisión al alza del diferencial tipo de interés-crecimiento, la reducción de los superávits primarios y una revisión estadística de la ratio de deuda en relación con el PIB correspondiente a 2018.

Gráfico 27

Factores determinantes de la variación de la deuda pública

(puntos porcentuales del PIB)



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

Los países deben elaborar los presupuestos de 2020 de conformidad con las disposiciones del marco fiscal de la UE. En vista del debilitamiento de las perspectivas económicas y de la persistencia de pronunciados riesgos a la baja, los Gobiernos con margen de maniobra fiscal que estén afrontando una desaceleración deberían actuar de manera eficaz y oportuna. En los países con niveles elevados de deuda pública, los Gobiernos deben aplicar políticas prudentes y cumplir los objetivos de saldo estructural. Con ello se crearán las condiciones para que los estabilizadores automáticos actúen libremente. Asimismo, todos los países deberían intensificar sus esfuerzos para lograr una composición de las finanzas públicas más favorable al crecimiento.