

# Evolución económica y monetaria

## Resumen

La información disponible desde la última reunión del Consejo de Gobierno, celebrada a principios de septiembre, confirma su anterior valoración de un crecimiento débil continuado en la zona del euro, de persistencia de importantes riesgos a la baja y de presiones inflacionistas moderadas. Los riesgos para las perspectivas de crecimiento de la zona del euro siguen apuntando a la baja. En particular, estos riesgos reflejan la prolongada presencia de incertidumbres relacionadas con factores geopolíticos, el aumento del proteccionismo y las vulnerabilidades en los mercados emergentes. Al mismo tiempo, el actual crecimiento del empleo y las subidas salariales siguen apoyando la resiliencia de la economía de la zona del euro. En este contexto general, el Consejo de Gobierno, en su reunión de octubre, decidió mantener sin variación la orientación de la política monetaria, confirmando así las decisiones adoptadas en la reunión anterior, celebrada en septiembre. El amplio paquete de medidas de política monetaria aprobado en la reunión de septiembre ofrece un estímulo monetario sustancial y, por tanto, contribuirá a una relajación adicional de las condiciones de la financiación de empresas y hogares. Ello respaldará la expansión de la zona del euro, la actual acumulación de presiones inflacionistas internas y, por consiguiente, la convergencia sostenida de la inflación hacia el objetivo a medio plazo del Consejo de Gobierno.

Los indicadores de opinión sugieren que la actividad económica global se moderó, aunque se fue estabilizando, en el tercer trimestre de 2019. Tras un largo período de debilidad, el índice de directores de compras (PMI, por sus siglas en inglés) global de manufacturas ha mejorado en los últimos meses y ha returnedo a territorio expansivo. El PMI global de servicios se mantuvo en terreno expansivo en el tercer trimestre. El comercio mundial (excluida la zona del euro) experimentó una contracción en la primera mitad de 2019, debido a la falta de dinamismo de los intercambios comerciales entre los países asiáticos, pero los indicadores coyunturales del comercio internacional señalan un crecimiento bajo, aunque positivo, en el tercer trimestre. La inflación mundial se redujo hasta situarse por debajo del 2 % en agosto, debido, en parte, a la caída de la tasa de variación de los precios de la energía, mientras que, si se excluyen los de la energía y los alimentos, la inflación se mantuvo estable en el 2,3 %.

Desde la reunión del Consejo de Gobierno de septiembre de 2019, los tipos de interés libres de riesgo a largo plazo de la zona del euro han aumentado y la curva de tipos *forward* del eonia se ha desplazado al alza, principalmente como resultado de las menores expectativas de los mercados de un nuevo recorte del tipo de interés de la facilidad de depósito antes del final de año. Los diferenciales de la deuda soberana se han mantenido prácticamente estables, y en algunos países se registró un ligero incremento durante el período analizado. Las cotizaciones han aumentado pese a unos tipos de descuento más elevados, debido al descenso de la

prima de riesgo de las acciones. En los mercados de divisas, el tipo de cambio efectivo del euro se ha fortalecido en general.

Se ha confirmado un crecimiento del PIB real de la zona del euro del 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 la zona del euro en el segundo semestre del año. Esta desaceleración refleja, principalmente, la actual debilidad del comercio internacional en un entorno de incertidumbre prolongada a escala mundial, que continúa afectando al sector manufacturero de la zona del euro y que está frenando el avance de la inversión. Paralelamente, el sector servicios y la construcción mantienen su solidez, pese a mostrar cierta moderación. La expansión de la zona del euro está respaldada por unas condiciones de financiación favorables, por mejoras adicionales del empleo y subidas salariales, por la orientación moderadamente expansiva de las políticas fiscales en la zona del euro y por el crecimiento continuado, aunque algo menor, de la actividad mundial.

La inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro se redujo desde el 1 % de agosto de 2019 hasta el 0,8 % de septiembre, como reflejo de la menor tasa de variación de los precios de la energía y los alimentos. Sobre la base de los precios actuales de los futuros sobre el petróleo, es probable que la inflación general disminuya algo más y vuelva a aumentar a finales de 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 en un contexto de tensionamiento de los mercados de trabajo, el menor impulso del crecimiento está retrasando su transmisión a la inflación. A medio plazo, se espera un aumento de la inflación, respaldado por las medidas de política monetaria del BCE, por la expansión económica en curso y por el sólido crecimiento de los salarios.

En lo que respecta a la evolución monetaria, la tasa de crecimiento del agregado monetario amplio (M3) aumentó hasta el 5,7 % en agosto de 2019, desde el 5,1 % registrado en julio. El avance de M3 sigue estando respaldado por la creación de crédito bancario, y el agregado monetario estrecho (M1) volvió a ser el componente que más contribuyó a su crecimiento. Asimismo, el crecimiento interanual del M3 y de los préstamos al sector privado mantuvo su fortaleza, pese 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. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a las sociedades no financieras aumentó hasta el 4,3 % en agosto, desde el 4 % registrado en julio, mientras que la correspondiente a los préstamos a los hogares se mantuvo sin cambios en el 3,4 %. 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 orientación acomodaticia de la política monetaria del BCE contribuirá a salvaguardar unas condiciones de financiación bancaria propicias y seguirá respaldando el acceso a la financiación, en particular de las pequeñas y medianas empresas.

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

Basándose en esta valoración, el Consejo de Gobierno decidió mantener sin variación los tipos de interés oficiales del BCE y espera que 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.

El Consejo de Gobierno confirmó que reanudará las compras netas efectuadas en el marco del APP del BCE a un ritmo mensual de 20 mm de euros a partir del 1 de noviembre y espera que continúen durante el tiempo que sea necesario para reforzar el impacto acomodaticio de los tipos oficiales del BCE y que finalicen poco antes de que comience a subir los tipos de interés oficiales del BCE.

El consejo de Gobierno tiene también la intención de seguir reinvertiendo íntegramente el principal de los valores adquiridos en el marco del APP que vayan venciendo durante un período prolongado tras la fecha en la que 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.

Asimismo, ha reiterado la necesidad de una orientación muy acomodaticia de la política monetaria durante un período prolongado para respaldar las presiones sobre la inflación subyacente y la evolución de la inflación general a medio plazo. En particular, las indicaciones sobre la orientación futura de la política monetaria del Consejo de Gobierno asegurarán un ajuste de las condiciones financieras acorde con la evolución de las perspectivas de inflación. En cualquier caso, sigue estando preparado para ajustar todos sus instrumentos de la forma adecuada, con el fin de asegurar que la inflación avance hacia su objetivo de manera sostenida, conforme a su compromiso de simetría.

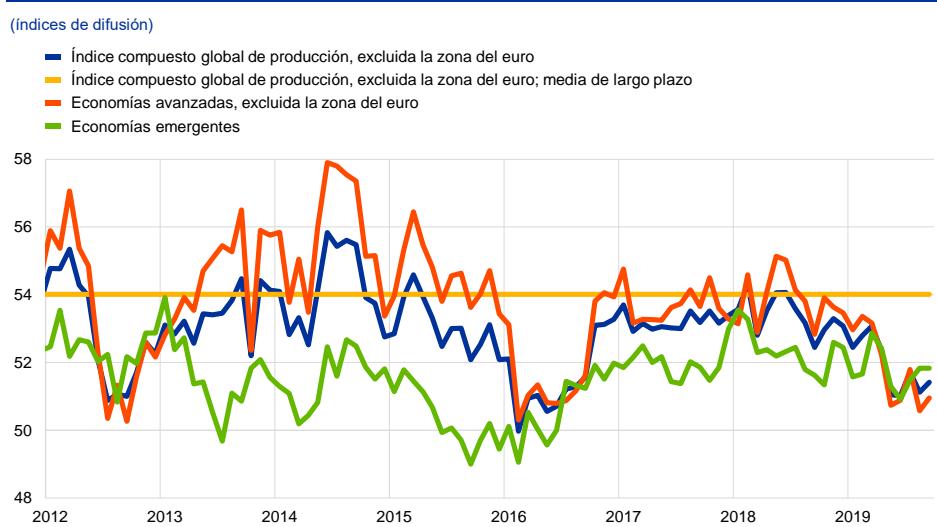
# 1

## Entorno exterior

### **Los indicadores globales de opinión relativos al crecimiento económico sugieren que la actividad económica se moderó, aunque se fue estabilizando.**

El índice de directores de compras (PMI, por sus siglas en inglés) compuesto global de producción, excluida la zona del euro, continuó en terreno expansivo en el tercer trimestre de 2019 y prácticamente no se modificó con respecto al trimestre anterior. Tanto los componentes de manufacturas como los de servicios permanecieron estables. Tras un largo período de debilidad, el PMI global de manufacturas ha mejorado en los últimos meses y ha returnedo a terreno expansivo, mientras que el PMI global de servicios se mantuvo en territorio expansivo en el tercer trimestre. La evolución de estos índices fue heterogénea en las distintas regiones y dentro de ellas. En el tercer trimestre, el PMI compuesto de producción aumentó en Estados Unidos, pero en Japón descendió y en el Reino Unido se situó por debajo del umbral de expansión. En las economías emergentes, este índice se incrementó en Brasil y en la India —pese a que el correspondiente a este último país experimentó un acusado retroceso, hasta situarse por debajo del nivel neutral en septiembre— y disminuyó marginalmente en China y en Rusia (véase gráfico 1).

**Gráfico 1**  
PMI compuesto global de producción



Fuentes: Haver Analytics, Markit y cálculos del BCE.

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

**Los riesgos para la economía mundial siguen apuntando a la baja, en un entorno de reintensificación de los conflictos comerciales, de elevada incertidumbre en torno al Brexit y de una recuperación potencialmente más lenta de varias economías emergentes.** Es probable que una escalada constante de los conflictos comerciales se plasme en un incremento de los costes de ajuste a un nuevo régimen comercial y, con el tiempo, en nuevas distorsiones en las cadenas de producción globales. Ello, a su vez, podría aumentar el impacto de los aranceles ya aplicados sobre la actividad económica. Los riesgos

relacionados con el Brexit siguen siendo elevados. Es posible que la recuperación de varias economías emergentes que han experimentado fuertes recesiones sea menos vigorosa de lo esperado, dado que la velocidad de la recuperación de estas economías depende de la medida en que las políticas nacionales aborden los obstáculos estructurales a la inversión y al crecimiento potencial. Un ritmo de recuperación más pausado en estas economías se traduciría, en última instancia, en un crecimiento mundial más lento.

**Las condiciones financieras globales se han mantenido, en general, estables, tanto en las economías avanzadas como en las emergentes.** En septiembre, la percepción de riesgos mejoró ligeramente, en un contexto de renovadas expectativas de un acuerdo comercial entre Estados Unidos y China, de disminución de los riesgos de que se produzca un Brexit desordenado y de publicación de datos económicos positivos en Estados Unidos. No obstante, desde entonces, el apetito de riesgo ha vuelto a reducirse y, en los mercados bursátiles internacionales, se ha observado una reversión de parte de las ganancias obtenidas anteriormente. Aunque el Comité Federal de Mercado Abierto volvió a recortar los tipos de interés en su reunión de septiembre, como consecuencia de la publicación de datos económicos peores de lo esperado, los mercados financieros han descontado una orientación más acomodaticia de la política monetaria.

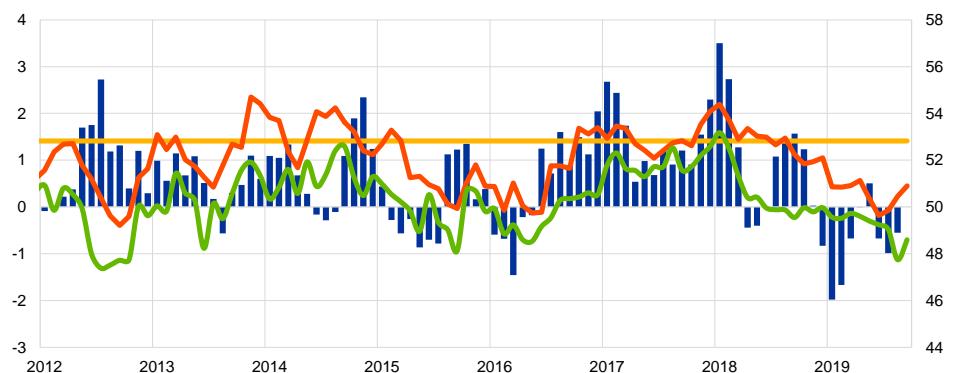
**Se espera que el dinamismo del comercio mundial siga siendo moderado, ya que las subidas arancelarias entrarán plenamente en vigor al final del año.** El comercio mundial (excluida la zona del euro) experimentó una contracción en la primera mitad de 2019, debido a la falta de dinamismo de los intercambios comerciales entre los países asiáticos, reflejo de la desaceleración de la economía china y del comercio relacionado con la tecnología. La evolución del comercio en el citado período se vio influida asimismo por la elevada volatilidad de las importaciones del Reino Unido asociada al acopio de existencias vinculado al Brexit. Los indicadores coyunturales relativos al comercio mundial señalan un crecimiento lento, pero positivo. Las importaciones globales de mercancías continuaron aumentando en agosto, en términos intermensuales, lo que apunta a un crecimiento positivo de los intercambios comerciales mundiales en el tercer trimestre. Aunque el PMI global de nuevos pedidos exteriores se mantuvo por debajo del valor neutral, repuntó ligeramente en septiembre, tras descender durante cinco meses consecutivos (véase gráfico 2).

## 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 (importaciones mundiales de mercancías) y a septiembre de 2019 (PMI).

#### La inflación mundial se mantiene en tasas moderadas, pese a las tensiones observadas en los mercados de trabajo de las principales economías avanzadas.

En los países de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), la inflación interanual de los precios de consumo descendió hasta situarse por debajo del 2 % en agosto, debido, en parte, a la caída de la tasa de variación de los precios de la energía, mientras que, si se excluyen los de la energía y los alimentos, la inflación se mantuvo estable, en el 2,3 %. En las principales economías avanzadas, las presiones inflacionistas siguen contenidas, pese a las tensiones observadas en los mercados de trabajo, que, por el momento, solo se han plasmado en subidas salariales moderadas. En conjunto, se espera que las presiones inflacionistas subyacentes continúen siendo débiles a corto y a medio plazo.

#### Los precios del petróleo prácticamente no han variado, en un contexto de volatilidad a corto plazo.

El 14 de septiembre de 2019 se produjo un ataque con drones contra instalaciones petrolíferas de Arabia Saudí, y la oferta mundial de crudo se redujo aproximadamente un 6 %. El precio de esta materia prima aumentó de forma acusada tras el ataque, pero para el 30 de septiembre había retorna a los niveles registrados antes del ataque, ya que Arabia Saudí utilizó su capacidad excedente y sus existencias para estabilizar la oferta, en un entorno de preocupación por la demanda mundial de petróleo. La evolución de los precios de las materias primas no energéticas siguió siendo heterogénea, con caídas de los precios de los metales y subidas de los de los alimentos.

#### En Estados Unidos, la actividad económica sigue mostrando, en conjunto, capacidad de resistencia.

El PIB real creció a una tasa anualizada del 2 % en el segundo trimestre de 2019, frente al 3,1 % del trimestre precedente. Esta desaceleración refleja, principalmente, la reversión de factores transitorios —relacionados con las exportaciones netas y con las existencias del sector privado— que sostuvieron el avance del PIB en el primer

trimestre. En conjunto, se espera que la fortaleza del mercado de trabajo, el mantenimiento del gasto en consumo y el impulso fiscal procedente de la eliminación de los límites al gasto público en el ejercicio 2020-2021 respalden la economía en el corto plazo, contrarrestando con creces los signos de debilidad en el sector manufacturero. Las condiciones financieras siguen siendo favorables, como consecuencia de la orientación acomodaticia de la política monetaria adoptada por el Comité Federal de Mercado Abierto. Al mismo tiempo, las actuales tensiones comerciales y un entorno exterior menos propicio incrementan la incertidumbre sobre las perspectivas económicas.

**En Japón, la actividad económica sigue siendo moderada, ya que la debilidad de las exportaciones se está viendo compensada por la fortaleza del consumo interno.** La tasa de avance intertrimestral del PIB real fue del 0,3 % en el segundo trimestre, reflejo de que el ritmo subyacente de crecimiento es bastante débil. La desaceleración económica global tuvo un impacto negativo en la economía de Japón, orientada a las exportaciones, lo que afectó a la confianza de importantes empresas manufactureras. El consumo sostuvo el crecimiento, debido, en parte, al adelanto de compras antes de la subida, del 8 % al 10 %, del impuesto sobre el valor añadido de octubre de 2019. Con todo, el dinamismo del consumo personal sigue siendo limitado, en general, como consecuencia del efecto negativo de unas condiciones meteorológicas adversas, de la disminución de la confianza de los consumidores y de unas subidas salariales moderadas. El Banco de Japón no modificó la orientación de la política monetaria en septiembre y mencionó la necesidad de «reexaminar» la evolución de la economía y de los precios en la reunión de octubre. Mientras tanto, la inflación continuó siendo moderada, pese a las tensiones existentes en el mercado de trabajo. La inflación interanual medida por el IPC se redujo de nuevo y se situó en el 0,2 % en septiembre, al tiempo que la inflación subyacente, excluidos la energía y los alimentos, cayó hasta el 0,3 %.

**En el Reino Unido, la incertidumbre en torno al Brexit continúa lastrando las perspectivas económicas.** El PIB real descendió un 0,2 %, en términos intertrimestrales, en el segundo trimestre. Este descenso reflejó, en gran medida, una reversión del crecimiento más intenso observado en el primer trimestre, que se sustentó principalmente en el acopio de existencias antes de la fecha original del Brexit (finales de marzo). De cara al futuro, los indicadores de opinión apuntan a un nuevo debilitamiento del consumo, de la inversión empresarial y del crecimiento de las exportaciones en los últimos trimestres de este año, ya que la incertidumbre relacionada con el Brexit sigue afectando al clima económico. Al mismo tiempo, se espera que el aumento del gasto fiscal anunciado por el Gobierno en septiembre sitúe el crecimiento del PIB en niveles positivos durante el resto del año.

**En China, el crecimiento del PIB sigue siendo moderado, ya que los factores cíclicos adversos se suman a la desaceleración estructural.** En el tercer trimestre de 2019, el PIB real se redujo hasta el 6 %, en términos interanuales, debido a la menor contribución de las exportaciones netas. La producción industrial y la inversión volvieron a moderarse en agosto, lo que evidencia que las tensiones comerciales con Estados Unidos están afectando cada vez más a las empresas manufactureras chinas. Entre los aspectos positivos, cabe mencionar que el PMI de

manufacturas volvió a situarse por encima del valor neutral en septiembre, lo que posiblemente señale que el sector manufacturero ha tocado fondo. Además, las ventas de automóviles se recuperaron ligeramente en agosto con respecto a los mínimos registrados a principios de 2019, aunque su crecimiento interanual permanece en terreno negativo. En conjunto, la desaceleración del crecimiento de China tiene su origen en factores tanto cíclicos como estructurales. La desaceleración estructural está motivada por el reequilibrio de la economía en detrimento de la inversión, e implica una disminución del crecimiento potencial que obedezca principalmente a un ritmo más lento de acumulación de capital y una evolución demográfica desfavorable. Al mismo tiempo, los factores cíclicos adversos, que reflejan un debilitamiento de la actividad manufacturera en un entorno de incertidumbre relacionada con las tensiones comerciales, aumentan las presiones a la baja sobre el crecimiento. Las medidas de política fiscal y monetaria siguen prestando apoyo, con el objetivo de estabilizar el crecimiento.

## 2

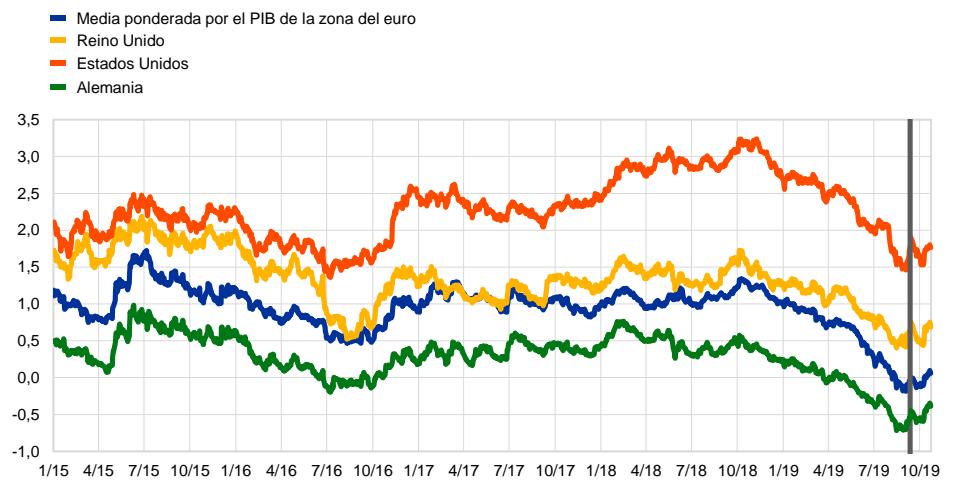
## Evolución financiera

**Los rendimientos de la deuda soberana a largo plazo han aumentado ligeramente en la zona del euro, aunque con algunas fluctuaciones, y han interrumpido la tendencia a la baja que comenzó a finales de 2018.** Durante el período de referencia (del 12 de septiembre al 23 de octubre de 2019), el rendimiento de la deuda soberana a diez años de la zona del euro ponderado por el PIB se incrementó en 11 puntos básicos, hasta el 0,06 % (véase gráfico 3), como consecuencia de la subida de los tipos de interés libres de riesgo en un contexto de moderación de las tensiones políticas a escala mundial. En el Reino Unido, el rendimiento de la deuda soberana a diez años también aumentó durante el período considerado y se situó en torno al 0,69 %, mientras que en Estados Unidos se redujo levemente, hasta el 1,77 %.

**Gráfico 3**

Rendimientos de la deuda soberana a diez años

(porcentajes)



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

Notas: Datos diarios. La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (12 de septiembre de 2019). Las últimas observaciones corresponden al 23 de octubre de 2019.

**Los diferenciales de la deuda soberana de la zona del euro con respecto al tipo swap del eonia (OIS, por sus siglas en inglés) libre de riesgo se mantuvieron, en general, estables durante el período analizado.** Los diferenciales de la deuda soberana alemana, francesa e italiana a diez años aumentaron en 3, 5 y 7 puntos básicos, respectivamente, hasta situarse en el -0,24 %, el 0,07 % y el 1,23 %. En cambio, los diferenciales de la deuda española, portuguesa y griega se redujeron en 9, 15 y 34 puntos básicos, respectivamente, y se situaron en el 0,43 %, el 0,35 % y el 1,47 %, por lo que el diferencial de rendimiento de la zona del euro ponderado por el PIB se mantuvo sin variación en el 0,21 %.

**Los índices bursátiles amplios de la zona del euro repuntaron tras el descenso de la prima de riesgo de las acciones.** Durante el período analizado, las cotizaciones del sector financiero y de las sociedades no financieras de la zona del

euro registraron un alza del 5,2 % y del 0,2 %, respectivamente. El efecto negativo sobre las cotizaciones derivado de unos tipos de interés libres de riesgo más elevados y de unas expectativas algo más bajas de beneficios a largo plazo fue contrarrestado con creces por un descenso de la prima de riesgo de las acciones que, en parte, puede reflejar cierta relajación de las tensiones comerciales a escala mundial y de los riesgos asociados a un Brexit inminente.

**Los diferenciales de rendimiento de los valores de renta fija privada de la zona del euro se mantuvieron estables durante el período analizado.** Las citadas mejoras en las cotizaciones no se reflejaron en movimientos de los diferenciales de rendimiento de los valores de renta fija privada. Los diferenciales de los valores de renta fija con calificación de grado de inversión de las sociedades no financieras y de la deuda del sector financiero con respecto al tipo de interés libre de riesgo se han mantenido prácticamente sin variación desde principios del período examinado y se sitúan en 67 y 146 puntos básicos, respectivamente. En conjunto, pese a que los diferenciales de los valores de renta fija privada se encuentran actualmente por encima de los mínimos registrados a principios de 2018, continúan unos 25 puntos básicos por debajo de los niveles observados en marzo de 2016, antes del anuncio y la posterior puesta en marcha del programa de compras de bonos corporativos.

**El índice medio del tipo de interés del euro a un día (eonia) y el nuevo tipo de interés a corto plazo del euro (€STR) se situaron, en promedio, en –45 y –54 puntos básicos, respectivamente, durante el período considerado.** Estos niveles son aproximadamente 10 puntos básicos inferiores a los registrados, en promedio, en agosto de 2019, debido al recorte del tipo de interés de la facilidad de depósito que se hizo efectivo el 18 de septiembre de 2019. La metodología de cálculo del eonia se modificó el 2 de octubre de 2019 y ahora se calcula sumando un diferencial fijo de 8,5 puntos básicos al €STR (véase recuadro 1). El exceso de liquidez se redujo en unos 74 mm de euros, hasta una cifra aproximada de 1.687 mm de euros. Este descenso se debe principalmente 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) y, en menor medida, a un aumento de los factores autónomos de absorción de liquidez.

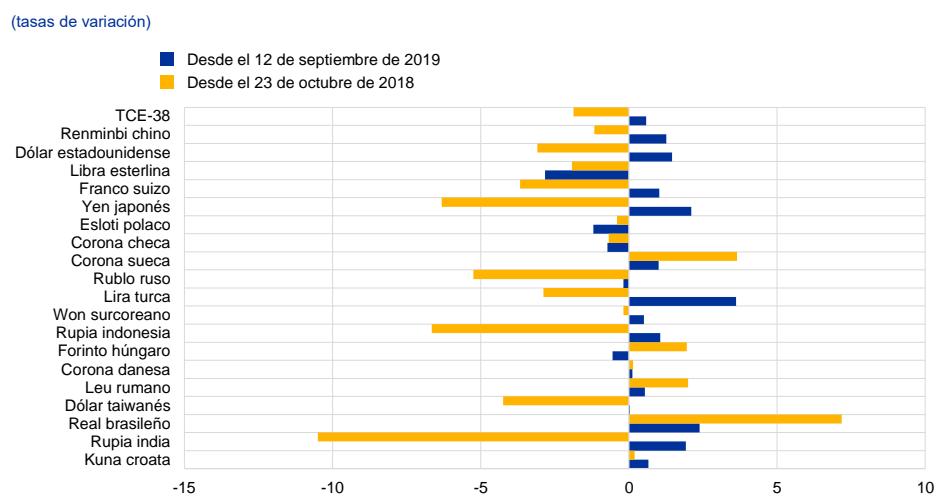
**La curva de tipos forward del eonia se desplazó al alza durante el período analizado, lo que indica menores expectativas de los mercados de nuevos recortes del tipo de interés de la facilidad de depósito.** La curva registra un mínimo de alrededor del –0,53 % a principios de 2021, lo que significa que los mercados han dejado de descontar plenamente un nuevo recorte de 10 puntos básicos del tipo de interés de dicha facilidad. En general, la curva se mantiene por debajo de cero en los horizontes anteriores a 2026, lo que refleja las expectativas continuadas de los mercados de que los tipos de interés permanezcan en niveles negativos durante un período prolongado.

**En los mercados de divisas, el tipo de cambio efectivo del euro se fortaleció, en general, durante el período analizado (véase gráfico 4), respaldado por un aumento de los diferenciales de tipos de interés.** El tipo de cambio efectivo nominal del euro, medido frente a las monedas de 38 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro, se apreció un 0,6 %. Este comportamiento refleja el

fortalecimiento de la moneda única frente a las principales monedas, como el dólar estadounidense (1,5 %), el renminbi chino (1,3 %), el yen japonés (2,1 %) y el franco suizo (1 %). El euro también se apreció frente a las monedas de la mayoría de las economías emergentes. Durante el mismo período, el euro perdió valor frente a la libra esterlina (2,8 %), en un contexto de noticias que apuntan a una mayor probabilidad de un Brexit suave, y se depreció ligeramente frente al eslotí polaco (1,2 %), la corona checa (0,7 %) y el forinto húngaro (0,5 %).

#### Gráfico 4

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



Fuente: BCE.

Notas: «TCE-38» se refiere al tipo de cambio efectivo nominal del euro frente a las monedas de 38 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro. Una variación positiva (negativa) corresponde a una apreciación (depreciación) del euro. Todas las variaciones se han calculado utilizando los tipos de cambio vigentes el 23 de octubre de 2019.

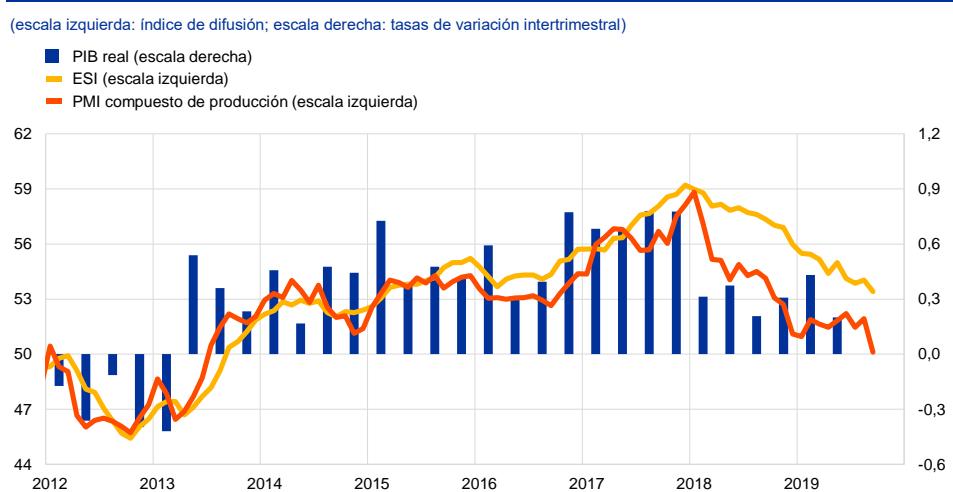
### 3

## Actividad económica

**El avance del PIB real se ralentizó en el segundo trimestre de 2019, como consecuencia de la debilidad del comercio.** El producto de la zona del euro creció un 0,2 %, en tasa intertrimestral, en el segundo trimestre de 2019, tras registrar un avance del 0,4 % en el primero (véase gráfico 5). La demanda interna siguió contribuyendo positivamente al crecimiento del PIB real, mientras que la contribución de la demanda exterior neta fue negativa, y la de la variación de existencias, neutral (próxima a cero). Los indicadores económicos señalan un crecimiento continuado, aunque lento, en la segunda mitad de 2019.

**Gráfico 5**

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



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

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

**Los mercados de trabajo de la zona del euro mantuvieron su fortaleza.** El empleo creció un 0,2 % en el segundo trimestre de 2019 —frente al 0,4 % del primer trimestre—, en línea con la moderación del avance del producto. La expansión del empleo fue generalizada en los distintos países y sectores. Desde mediados de 2013, el empleo ha crecido durante 24 trimestres consecutivos, y el número de personas ocupadas se ha incrementado en alrededor de 11,2 millones. Tras registrar un ligero aumento en el primer trimestre de 2019, el crecimiento de la productividad por hora trabajada fue nulo, en términos intertrimestrales, en el segundo trimestre.

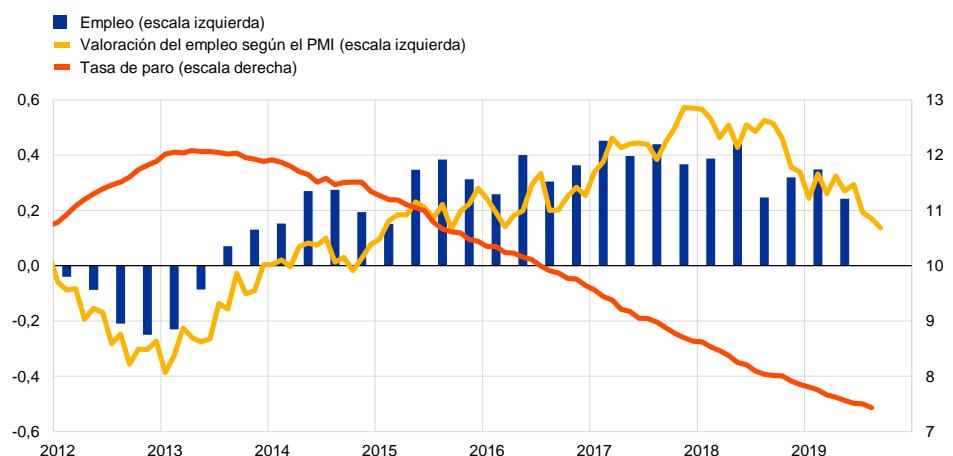
**De cara al futuro, los datos y los indicadores de opinión recientes siguen señalando un crecimiento positivo, aunque moderado, del empleo.** La tasa de paro de la zona del euro se situó en el 7,4 % en agosto, frente al 7,5 % observado en julio. Pese a que los indicadores coyunturales procedentes de encuestas han descendido con respecto a los elevados niveles registrados en 2018, sugieren que,

a corto plazo, el crecimiento del empleo seguirá siendo positivo y que estará respaldado por los servicios.

#### Gráfico 6

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

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



Fuentes: Eurostat, Markit y cálculos del BCE.

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

**El incremento del empleo sigue sosteniendo la renta de los hogares y el gasto en consumo.** 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 trimestre anterior. La renta real disponible de los hogares ha quedado al margen, en gran medida, de la reciente desaceleración económica. El ritmo de crecimiento interanual de la renta bruta disponible real se aceleró hasta el 2,2 % en el segundo trimestre, desde el 2,1 % del primer trimestre. En general, la expansión del empleo ha mantenido su fortaleza durante la desaceleración y ha sostenido las rentas del trabajo. Además, la reducción de los impuestos directos y de las cotizaciones sociales —reflejo de las medidas fiscales adoptadas en algunos países de la zona del euro— ha contribuido positivamente al poder adquisitivo de los hogares. La tasa de ahorro siguió aumentando en el segundo trimestre de 2019, ya que el crecimiento de la renta fue superior al del consumo.

**En los próximos meses, el consumo privado debería continuar creciendo de forma sostenida.** Los datos recientes sobre el volumen de ventas del comercio minorista y las matriculaciones de automóviles apuntan a que, en el tercer trimestre de 2019, el gasto en consumo habría descendido ligeramente con respecto al segundo trimestre. Sin embargo, otros indicadores corroboran la idea de que se mantuvo el crecimiento sostenido del consumo. La confianza de los consumidores, que comenzó a disminuir a finales de 2017, se ha estabilizado a lo largo de 2019, y en octubre se situó en un nivel próximo al registrado a principios de año. Los resultados de las últimas encuestas también señalan unas condiciones favorables en el mercado de trabajo, lo que debería seguir impulsando la renta de los hogares y el gasto en consumo.

**Se espera que la inversión empresarial se mantenga contenida, en un contexto de elevada incertidumbre y márgenes de beneficio reducidos, pero que se vea respaldada por unas condiciones de financiación favorables.** La inversión, excluida la construcción, experimentó un crecimiento intertrimestral del 11 % en el segundo trimestre de 2019. Este avance se debió principalmente al acusado incremento registrado en Irlanda, reflejo del grado de apertura y de la volatilidad de los flujos de capitales de la economía irlandesa. Los últimos datos sugieren un crecimiento sostenido, aunque moderado, de la inversión empresarial en la zona del euro a corto plazo. En julio y en agosto, la producción industrial de bienes de equipo se situó, en promedio, un 0,5 % por encima del nivel medio del trimestre anterior. Sin embargo, la confianza industrial en este sector disminuyó en septiembre, en un contexto de intensificación de los conflictos comerciales y de los riesgos geopolíticos. La debilidad de los márgenes empresariales, que siguen una tendencia a la baja desde mediados de 2017, también sugiere que el avance de la inversión empresarial se está viendo frenado. Además, el nivel de utilización de la capacidad productiva en el sector manufacturero, en continuo descenso desde el primer trimestre de 2018, prácticamente se situó en su media histórica en el tercer trimestre de este año, tras permanecer en cotas superiores a dicha media durante más de dos años. Como nota más positiva, las condiciones de financiación favorables, que se reflejan en el acceso al crédito de las sociedades no financieras, seguirá respaldando la inversión empresarial.

**Se prevé que la inversión residencial siga registrando un débil crecimiento a corto plazo.** Tras crecer a una tasa del 1,4 % en el primer trimestre de 2019, la inversión residencial vio interrumpido su avance intertrimestral en el segundo y registró la tasa más baja en cuatro años. Los indicadores de coyuntura y los resultados de las encuestas publicados recientemente apuntan a un ritmo débil en el tercer trimestre, aunque se mantienen por encima de las medias históricas. El indicador de confianza de la construcción de la Comisión Europea correspondiente al tercer trimestre señala un impulso positivo, aunque en desaceleración. Asimismo, en el tercer trimestre, el índice de directores de compras (PMI) de producción de la construcción se situó por debajo del nivel medio observado en el trimestre anterior y señaló un crecimiento prácticamente estancado en la construcción.

**En el segundo trimestre, las exportaciones de bienes y servicios a países no pertenecientes a la zona del euro se estancaron, y las importaciones aumentaron, mientras que el comercio dentro de la zona continuó debilitándose.** Tras experimentar una breve recuperación en el primer trimestre de 2019, las exportaciones de bienes y servicios a países no pertenecientes a la zona del euro se estancaron en el segundo trimestre, con una reversión del acopio de existencias en el Reino Unido. La evolución de los bienes intermedios y de equipo, en particular, lastró las exportaciones a estos países. Las importaciones de bienes y servicios de fuera de la zona del euro crecieron como consecuencia del fuerte incremento de las importaciones irlandesas. Las exportaciones y las importaciones dentro de la zona disminuyeron en el segundo trimestre, después de registrar un leve repunte en el primer trimestre. Si se consideran las cifras mensuales, el comercio de bienes de la zona del euro se mantuvo prácticamente estable en niveles reducidos en agosto, en términos nominales, y se observó una evolución

divergente de los intercambios comerciales con países de fuera de la zona del euro y dentro de la zona. Mientras que las exportaciones de bienes a países no pertenecientes a la zona del euro se recuperaron ligeramente en agosto (con un crecimiento intermensual del 0,4 %, frente al 0,2 % registrado en julio), las importaciones de bienes de fuera de la zona se contrajeron un 1,2 %. Las exportaciones de bienes entre países de la zona del euro siguieron reduciéndose (1,6 %, en tasa intermensual), al igual que las importaciones (0,4 %). Los indicadores adelantados apuntan a la continuación de un crecimiento anémico de las exportaciones a países no pertenecientes a la zona del euro. El PMI de nuevos pedidos exteriores del sector manufacturero y el indicador de la Comisión Europea relativo a la evaluación del nivel de las carteras de pedidos volvieron a retroceder en septiembre. Asimismo, los indicadores de transporte de mercancías dan muestras de estar tocando fondo en niveles muy reducidos.

**Los últimos datos y los resultados de las encuestas más recientes señalan un crecimiento económico moderado, pero positivo, en el segundo semestre de 2019.** Este patrón de crecimiento puede atribuirse, fundamentalmente, a la debilidad del comercio mundial y a la persistencia de incertidumbres. Así, por ejemplo, en julio y en agosto, la producción industrial se situó, en promedio, por debajo del nivel medio del segundo trimestre, lo que apunta a un nuevo descenso intertrimestral de la producción en el tercero. Por lo que se refiere a indicadores de opinión más recientes, en el tercer trimestre de 2019 tanto el indicador de sentimiento económico de la Comisión Europea como el PMI compuesto de producción se situaron en cotas inferiores a sus respectivos niveles medios del segundo trimestre. En ambos casos, la caída fue más acusada en las manufacturas que en los servicios (en el recuadro 2 se presenta un análisis más exhaustivo de la relación entre la evolución del sector servicios y la del sector de las manufacturas).

**De cara al futuro, la expansión de la zona del euro seguirá sustentándose en unas condiciones de financiación favorables.** Además, el crecimiento debería verse respaldado por mejoras adicionales del empleo, por subidas salariales y por la continuada, aunque algo más lenta, expansión de la actividad mundial. Los resultados de la última [encuesta a expertos en previsión económica del BCE](#), realizada a principios de octubre, mostraban que las previsiones del sector privado sobre el crecimiento del PIB para 2019, 2020 y 2021 se habían revisado a la baja con respecto a la encuesta anterior, que se llevó a cabo a principios de julio.

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

## 4

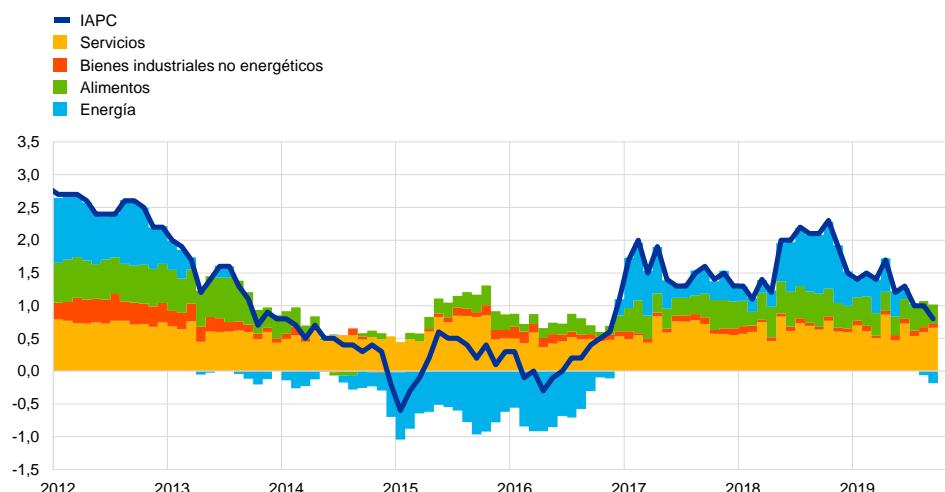
## Precios y costes

**La inflación medida por el IAPC se redujo hasta el 0,8 % en septiembre de 2019, desde el 1 % registrado en agosto.** Este descenso reflejó la disminución de la inflación de la energía y de los alimentos. La tasa de variación de los precios de la energía siguió moderándose con respecto a los niveles elevados observados a finales de 2018 y fue negativa en septiembre.

**Gráfico 7**

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

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

**Los indicadores de la inflación subyacente permanecieron, en general, en niveles moderados y se mantuvieron relativamente estables.** La inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, aumentó hasta situarse en el 1 % en septiembre, frente al 0,9 % registrado en agosto, y sigue viéndose afectada por los cambios metodológicos<sup>1</sup>. La inflación medida por el IAPC, excluidos la energía, los alimentos, los servicios relacionados con turismo y viajes, y los artículos de vestir, se situó en el 1,1 % en septiembre, sin variación desde mayo. Las señales procedentes de otras medidas de la inflación subyacente, como el indicador PCCI (componente persistente y común de la inflación) y el indicador

<sup>1</sup> 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 la inflación medida por 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.

*Supercore* (inflación «supersubyacente»)<sup>2</sup>, señalaron también que persistirá la relativa estabilidad observada durante varios trimestres.

**Las presiones inflacionistas latentes sobre el componente de bienes industriales no energéticos del IAPC se redujeron ligeramente.** La tasa de variación interanual de los precios de producción de bienes de consumo no alimenticio destinados a ventas interiores fue del 0,8 % en agosto, sin variación con respecto a julio. La tasa de avance interanual de los precios de importación de los bienes de consumo no alimenticio registró un descenso moderado y se situó en el 0,4 % en agosto, frente al 0,6 % de julio. En las primeras fases de la cadena de producción, la inflación de los precios de producción de los bienes intermedios se redujo marginalmente, hasta situarse en el –0,4 % en agosto, frente al –0,3 % observado en julio. Asimismo, la tasa de variación de los precios de importación de los bienes intermedios disminuyó hasta el –0,3 % en agosto, frente al 0 % de julio. La inflación de los precios de producción a escala mundial, excluida la energía, también continuó descendiendo, hasta situarse en el 2 % en agosto, frente al 2,5 % de julio, y fue inferior a su media de largo plazo (2,3 %).

**El crecimiento de los salarios siguió siendo vigoroso.** La tasa de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado se situó en el 2,3 % en el primer trimestre de 2019 y en el 2,2 % en el segundo trimestre. Las cifras correspondientes al primer y al segundo trimestre de 2019 se vieron afectadas por una caída significativa de las cotizaciones sociales en Francia debido a cambios legislativos<sup>3</sup>. La tasa de crecimiento interanual de los sueldos y los salarios por trabajador —que excluye las cotizaciones sociales y, por tanto, no se ve afectada por el cambio de la legislación francesa— fue del 2,5 % en el segundo trimestre, frente al 2,6 % del primer trimestre y el 2,3 % registrado, en promedio, el año anterior. 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 %<sup>4</sup>.

**Los indicadores de mercado de las expectativas de inflación a largo plazo se mantuvieron en niveles moderados, mientras que los indicadores de opinión registraron un leve descenso.** El tipo swap de inflación a cinco años dentro de cinco años se situó en el 1,20 % el 23 de octubre de 2019, básicamente en consonancia con el nivel observado a principios de septiembre y ocho puntos básicos por encima del nuevo mínimo histórico, del 1,12 %, que se registró el 3 de octubre de 2019. La probabilidad de deflación basada en datos de mercado sigue siendo reducida, pese a haber mostrado una tendencia continuada al alza a lo largo del período analizado. Al mismo tiempo, el perfil a futuro de los indicadores de mercado de las expectativas de inflación sigue señalando un período prolongado de baja inflación. Los resultados de la [encuesta del BCE a expertos en previsión económica \(EPE\)](#) correspondiente al cuarto trimestre de 2019 sitúan las previsiones

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

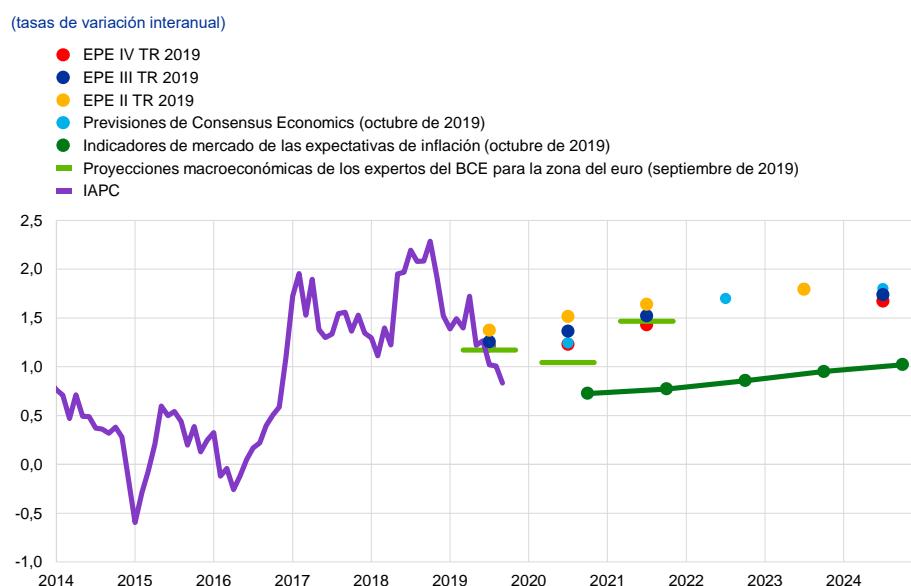
<sup>3</sup> Esta disminución estuvo relacionada con una rebaja permanente de las cotizaciones sociales a cargo de los empresarios en Francia, que sustituyó el crédito fiscal para incentivar la competitividad y el empleo (*crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi* [CICE]) en el primer trimestre de 2019.

<sup>4</sup> La media histórica se basa en los datos correspondientes al período comprendido entre el primer trimestre de 1999 y el segundo trimestre de 2019.

medias de inflación anual medida por el IAPC en el 1,2 %, el 1,2 % y el 1,4 % para 2019, 2020 y 2021, respectivamente. Estos resultados reflejan una revisión a la baja de 0,1 puntos porcentuales para 2019 y 2021, y de 0,2 puntos porcentuales para 2020, en comparación con la encuesta anterior. Las revisiones se deben, principalmente, a la disminución de los precios del petróleo, a unas perspectivas de crecimiento más débil, a sorpresas a la baja en la inflación reciente y al aumento de la incertidumbre sobre el comercio y el Brexit. Las expectativas medias de inflación a más largo plazo se mantuvieron en el 1,7 %.

### Gráfico 8

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



Fuentes: Encuesta a expertos en previsión económica (EPE) del BCE, proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro (septiembre de 2019) y Consensus Economics (17 de octubre de 2019).

Notas: La encuesta EPE correspondiente al cuarto trimestre de 2019 se realizó entre el 1 y el 7 de octubre. La curva implícita en los mercados se basa en la tasa de inflación a un año y en la tasa de inflación *forward* a un año dentro de un año, la tasa de inflación *forward* a un año dentro de dos años, la tasa de inflación *forward* a un año dentro de tres años y la tasa de inflación *forward* a un año dentro de cuatro años. Las últimas observaciones relativas a las expectativas de inflación basadas en indicadores de mercado corresponden al 23 de octubre de 2019.

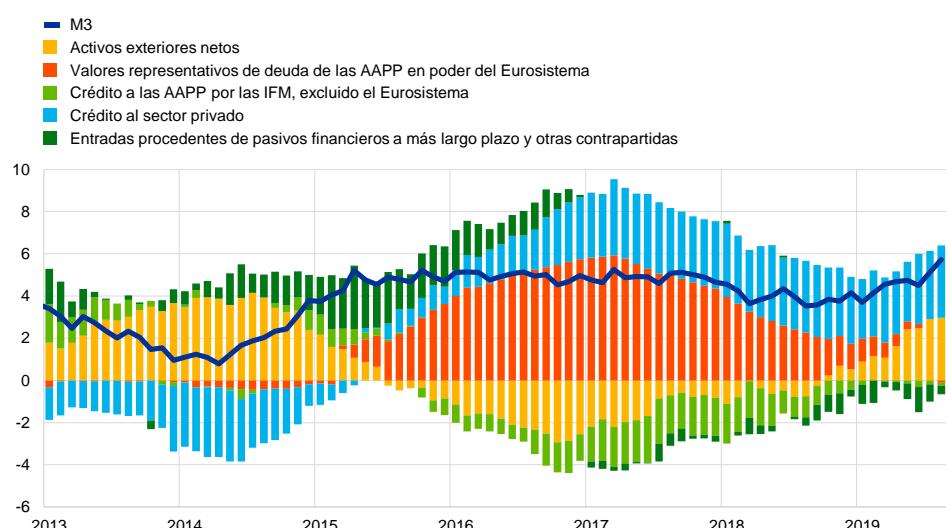
## 5

## Dinero y crédito

**El crecimiento del agregado monetario amplio (M3) siguió siendo vigoroso en agosto.** La tasa de crecimiento interanual de este agregado aumentó hasta el 5,7 % en agosto de 2019, desde el 5,1 % registrado en julio, como consecuencia de un efecto base positivo (véase gráfico 9). La expansión de M3 siguió estando respaldada por el menor coste de oportunidad de mantener instrumentos incluidos en este agregado, mientras que la contribución positiva de las compras netas realizadas en el contexto del programa de compra de activos (APP, por sus siglas en inglés) al crecimiento interanual de M3 desapareció gradualmente. El agregado monetario estrecho (M1), que incluye los componentes más líquidos de M3, volvió a ser el que más contribuyó al crecimiento del agregado monetario amplio. La tasa de avance interanual de M1 fue del 8,4 % en agosto de 2019, frente al 7,8 % de julio, en torno a dos puntos porcentuales superior al mínimo puntual observado en enero de 2019. Entre sus componentes, la tasa de crecimiento interanual del efectivo en circulación mantuvo su solidez, aunque no se situó en niveles excepcionalmente elevados en términos históricos, lo que señala que no se ha generalizado la sustitución por efectivo.

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

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



Fuente: BCE.

Notas: El crédito al sector privado comprende los préstamos concedidos por las IFM al sector privado y las tenencias de las IFM de valores 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 Eurosistema en el marco del programa de compras de bonos corporativos. La última observación corresponde a agosto de 2019.

**Los flujos monetarios externos se estabilizaron y el crédito al sector privado siguió siendo la principal fuente de crecimiento monetario.** La menor aportación del APP al crecimiento de M3 (véanse las barras de color rojo del gráfico 9) se ha visto compensada, en gran medida, por la contribución positiva del crédito al sector privado (véanse las barras de color azul del gráfico 9). Asimismo, las entradas de

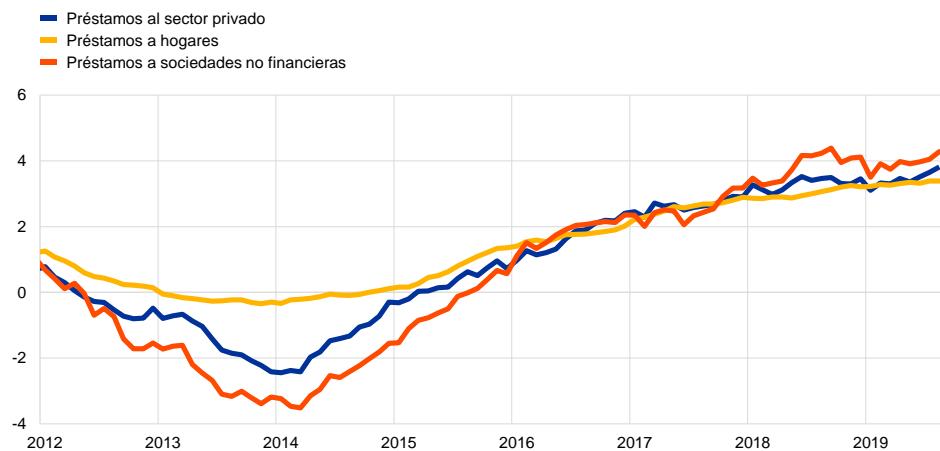
flujos monetarios externos (véanse las barras de color amarillo del gráfico 9) han supuesto una aportación positiva al crecimiento de M3 desde octubre de 2018, lo que refleja el mayor interés de los inversores extranjeros por los activos de la zona del euro. La contribución del crédito a las Administraciones Públicas concedido por las instituciones financieras monetarias (IFM) de la zona del euro, excluido el Eurosistema (véanse las barras de color verde claro del gráfico 9), al avance de M3 continuó siendo marginalmente negativa. Del mismo modo, los pasivos financieros a más largo plazo siguieron representando un ligero lastre para el crecimiento interanual del agregado monetario amplio (véanse las barras de color verde oscuro del gráfico 9).

**El crecimiento interanual de los préstamos concedidos al sector privado prácticamente no varió.** La tasa de avance interanual de los préstamos de las IFM al sector privado (ajustados de titulizaciones, otras transferencias y centralización nocial de tesorería [*notional cash pooling*]) aumentó hasta el 3,8 % en agosto de 2019, desde el 3,7 % de julio (véase gráfico 10). Esta evolución obedeció principalmente al incremento de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a sociedades no financieras, que se situó en el 4,3 % en agosto, frente al 4 % registrado en julio, debido en parte a un factor puntual. Los préstamos a hogares crecieron a una tasa interanual del 3,4 % en agosto de 2019, sin variación con respecto a julio. En este sentido, el punto de inflexión que se observó en el crecimiento de los préstamos a las sociedades no financieras (cuando registró un máximo del 4,3 %) en septiembre de 2018 es 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. Siguiendo este mismo patrón, las anteriores mejoras en la inversión en capital fijo, que explican una proporción importante del crecimiento de los préstamos a las sociedades no financieras, estabilizaron la evolución del crédito. En conjunto, el crecimiento de los préstamos siguió beneficiándose de los niveles históricamente bajos de los tipos de interés del crédito bancario y de las condiciones, en general, favorables de la oferta de crédito bancario, como también muestran los resultados de la reciente [encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro](#). Asimismo, las entidades de crédito han avanzado en el saneamiento de sus balances.

## Gráfico 10

### Préstamos al sector privado

(tasa de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

**Según la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de octubre de 2019, los criterios de aprobación de los préstamos concedidos a empresas y de los otorgados a hogares para adquisición de vivienda se han suavizado ligeramente.** La contribución de la percepción de riesgos asociada a las perspectivas económicas siguió siendo negativa, mientras que en la encuesta anterior las entidades de crédito indicaron que esperaban que los criterios de aprobación de los préstamos no variaran. Pese a la presión continuada de la competencia, y fundamentalmente como consecuencia de la ampliación de los márgenes de los préstamos de mayor riesgo, las condiciones (es decir, las condiciones reales acordadas en el contrato de préstamo) aplicadas a los préstamos concedidos a las sociedades no financieras y a los hogares para adquisición de vivienda se endurecieron en el tercer trimestre de 2019. Gracias al entorno de bajos tipos de interés, la demanda de préstamos, tanto para adquisición de vivienda como para consumo, continuó aumentando. Las perspectivas favorables del mercado de la vivienda también siguieron apoyando la demanda de préstamos para adquisición de vivienda. Al mismo tiempo, la demanda de préstamos a empresas se mantuvo estable, en general, debido a que, por primera vez desde 2013, las solicitudes para financiar existencias y capital circulante contribuyeron negativamente a la demanda de crédito. Por otra parte, las entidades de crédito de la zona del euro indicaron que el APP seguía ejerciendo un efecto positivo sobre sus volúmenes de crédito, su liquidez y sus condiciones de financiación en los mercados, pero un impacto negativo sobre su rentabilidad. También señalaron que el tipo de interés negativo de la facilidad de depósito había propiciado un aumento de los volúmenes de crédito y un descenso de los tipos de interés aplicados a todas las modalidades de préstamos, pero que había afectado negativamente a sus ingresos netos por intereses.

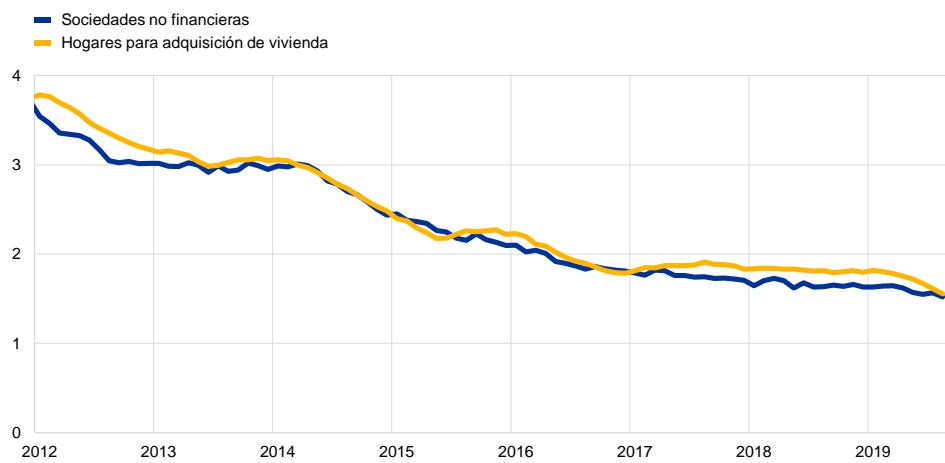
**Los tipos de interés de los préstamos han continuado moderándose, en línea con los tipos de interés de referencia del mercado, sustentando así el**

**crecimiento económico de la zona del euro.** En agosto de 2019, los tipos de interés sintéticos de los préstamos bancarios concedidos a las sociedades no financieras y a los hogares para adquisición de vivienda se situaron en nuevos mínimos históricos, en el 1,52 % y el 1,56 %, respectivamente (véase gráfico 11). La presión de la competencia y unos costes de la financiación bancaria más favorables moderaron los tipos aplicados a los préstamos concedidos a las sociedades no financieras y a los hogares de la zona del euro. En general, 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 agosto de 2019, cayeron en torno a 140 y 135 puntos básicos, respectivamente. La reducción de los tipos del crédito bancario concedido a las sociedades no financieras, incluidos los préstamos 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 estuvieron más expuestos a la crisis financiera. En conjunto, ello 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 del euro y en todos los tamaños de empresas.

#### Gráfico 11

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

(porcentajes)



Fuente: BCE.

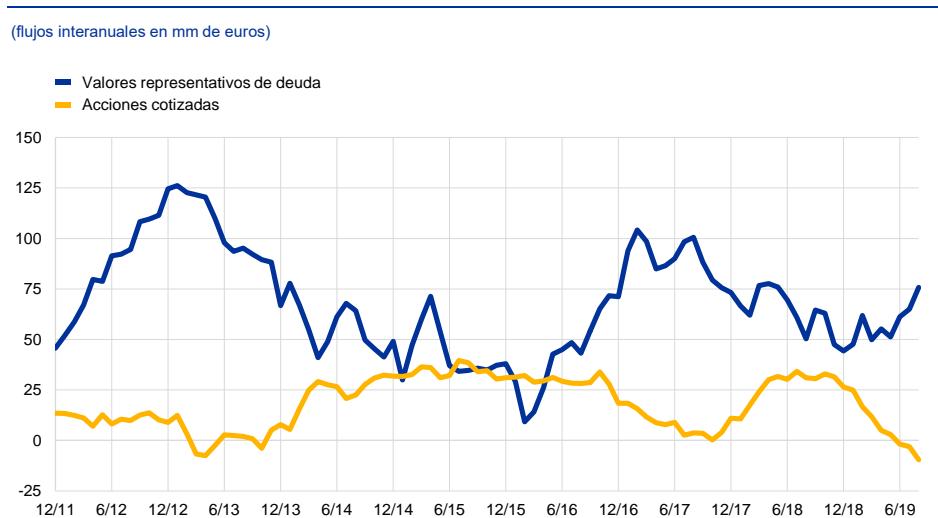
Notas: Los tipos de interés sintéticos de los préstamos bancarios se calculan agregando los tipos a corto y a largo plazo con una media móvil de 24 meses del volumen de nuevas operaciones. La última observación corresponde a agosto de 2019.

**En agosto de 2019, las emisiones netas de valores representativos de deuda por parte de las sociedades no financieras de la zona del euro se situaron en niveles ligeramente negativos, pero no interrumpieron la tendencia alcista de los flujos interanuales que se inició a principios de 2019.** Los datos más recientes del BCE señalan que, en términos netos, los flujos totales de valores representativos de deuda emitidos por las sociedades no financieras fueron ligeramente negativos en agosto de 2019. Sin embargo, las cifras negativas de agosto están en consonancia con el patrón estacional de la serie y se ven afectadas por la amortización de los valores.

representativos de deuda emitidos por una sociedad no financiera en un Estado miembro. En general, los flujos interanuales de valores representativos de deuda siguieron aumentando y volvieron a los niveles de finales de 2017 (véase gráfico 12). Los datos de mercado disponibles sugieren que las emisiones netas de valores representativos de deuda —por parte de emisores con calificación tanto de grado de inversión como inferior al grado de inversión— continuaron siendo relativamente elevadas al final del tercer trimestre de 2019. En agosto de 2019, las emisiones netas totales de acciones cotizadas por parte de las sociedades no financieras se situaron en niveles negativos, continuando así la tendencia a la baja que comenzó a finales de 2018 y que se interrumpió solo de forma transitoria en abril de 2019. Estos niveles negativos parecen haber estado relacionados tanto con la escasa actividad de fusiones y adquisiciones como con el recurso a las recompras de acciones, incluidas cancelaciones, en la gestión de los balances de las empresas.

### Gráfico 12

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



Fuente: BCE.

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

**Según las estimaciones, los costes de financiación de las sociedades no financieras de la zona del euro han disminuido desde agosto 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 4,7 % en agosto de 2019, si bien, según las proyecciones, se habría reducido más recientemente hasta niveles próximos a los registrados en la primavera y a principios del verano de 2019. Como resultado, se estima que, en octubre de este año, el coste de financiación se situó 15 puntos básicos por encima del mínimo histórico de abril de 2019, aunque muy por debajo de los niveles observados en el verano de 2014. El descenso estimado del coste de financiación desde agosto de 2019 se debe exclusivamente al menor coste de los valores de renta variable, que se vio compensado, solo en parte, por un ligero aumento del coste de los valores de renta fija, que registró su mínimo histórico en agosto de 2019. Desde agosto, el coste de los valores de renta variable se ha

reducido, debido al descenso de las primas de riesgo, que refleja, entre otros factores, cierta relajación de las tensiones comerciales a escala mundial y de los riesgos relacionados con el Brexit. El leve incremento del coste de los valores de renta fija desde agosto obedece al aumento de los tipos de interés libres de riesgo a largo plazo, que puede estar relacionado, entre otros factores, con una reducción de las expectativas de los mercados sobre nuevos recortes de los tipos de interés.