

Evolución económica y monetaria

Rasgos básicos

Sobre la base del análisis de las perspectivas económicas y de inflación para la zona del euro, y teniendo en cuenta las últimas proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema, el Consejo de Gobierno decidió, en la reunión de política monetaria celebrada el 12 de septiembre, mantener sin variación los tipos de interés oficiales del BCE y reiterar su política de *forward guidance* sobre los tipos de interés oficiales, las compras netas de activos y las reinversiones. La información disponible desde la última reunión del Consejo de Gobierno, celebrada a finales de octubre, apunta a una continuación de presiones inflacionistas moderadas y una evolución débil del crecimiento en la zona del euro, si bien hay ciertos indicios iniciales de estabilización de la ralentización del crecimiento y de un leve incremento de la inflación subyacente en consonancia con las expectativas anteriores. 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 y en vista de las moderadas perspectivas de inflación, el Consejo de Gobierno reiteró 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. Asimismo, las indicaciones sobre la orientación futura de la política monetaria del Consejo de Gobierno aseguran un ajuste de las condiciones financieras acorde con la evolución de las perspectivas de inflación. En cualquier caso, el Consejo de Gobierno 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.

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

El crecimiento del PIB real (excluida la zona del euro) se debilitó durante la primera mitad de 2019, pero empezaron a observarse indicios de estabilización hacia el final del año. El débil dinamismo del crecimiento se caracterizó por un ritmo de avance más lento de las manufacturas y de la inversión, que se ha visto reforzado por el aumento de la incertidumbre política y sobre las políticas económicas, en particular en un contexto de intensificación de las tensiones comerciales y de acontecimientos relacionados con el Brexit. Sin embargo, información más reciente apunta a una estabilización del crecimiento mundial, como también han confirmado los últimos datos procedentes de encuestas. En concreto, los índices de directores de compras (PMI, por sus siglas en inglés) señalan una recuperación modesta del crecimiento de la producción de las manufacturas y cierta moderación del de la producción del sector servicios. De cara al futuro, se prevé que la recuperación de la actividad económica mundial sea

suave, debido a la moderación del crecimiento en las economías avanzadas y a la lenta recuperación de algunas economías emergentes. El comercio mundial se ha ralentizado este año y, según las proyecciones, en el medio plazo avanzará a un ritmo más lento que la actividad global. Las presiones inflacionistas globales se mantienen contenidas, mientras que los riesgos para la actividad económica mundial siguen apuntando a la baja, aunque son menos pronunciados.

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 índice medio del tipo de interés del euro a un día (eonia) se ha desplazado al alza, sin que los mercados esperen actualmente un nuevo recorte del tipo de interés de la facilidad de depósito. En consonancia con la mejora observada en la percepción global del riesgo, los precios de las acciones de la zona del euro se han incrementado y los diferenciales corporativos se han reducido. Los rendimientos de la deuda soberana a largo plazo de la zona del euro también reflejan, en gran medida, la subida de los tipos de interés libres de riesgo. En los mercados de divisas, el tipo de cambio efectivo del euro se mantuvo estable en términos generales.

Se ha confirmado que el crecimiento intertrimestral del PIB real de la zona del euro se situó en el 0,2 % en el tercer trimestre de 2019, sin variación con respecto al trimestre anterior. La actual debilidad del comercio internacional en un entorno de prolongadas incertidumbres a escala mundial sigue afectando al sector manufacturero de la zona del euro y frenando el avance de la inversión. Al mismo tiempo, aunque los últimos datos económicos y los resultados de las encuestas más recientes siguen mostrando una evolución débil, en general, apuntan a una cierta estabilización de la ralentización del crecimiento económico en la zona del euro. Los servicios y la construcción mantienen su capacidad de resistencia, pese a haberse observado cierta moderación en el segundo semestre de 2019. De cara al futuro, la expansión de la zona del euro seguirá estando respaldada por unas condiciones de financiación favorables, por mejoras adicionales del empleo unidas a 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.

Esta valoración se refleja, en términos generales, en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de diciembre de 2019. Las proyecciones prevén un crecimiento anual del PIB real del 1,2 % en 2019, el 1,1 % en 2020 y el 1,4 % en 2021 y en 2022. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de septiembre de 2019, las perspectivas de crecimiento del PIB real se han revisado ligeramente a la baja para 2020. Los riesgos para las perspectivas de crecimiento de la zona del euro, relacionados con factores geopolíticos, el creciente proteccionismo y las vulnerabilidades en los mercados emergentes, siguen apuntando a la baja, si bien ahora son algo menos pronunciados.

Según la estimación de avance de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro aumentó hasta el 1 % en noviembre de 2019, desde el 0,7 % de octubre, debido principalmente al incremento de la tasa de

variación de los precios de los servicios y de los alimentos. Sobre la base de los precios actuales de los futuros sobre el petróleo, es probable que la inflación general aumente ligeramente en los próximos meses. Los indicadores de las expectativas de inflación se sitúan en niveles reducidos y los de la inflación subyacente se han mantenido, en general, en niveles moderados, si bien hay algunos indicios de un leve ascenso acorde con las expectativas anteriores. 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 incremento de la inflación, respaldado por las medidas de política monetaria del Consejo de Gobierno, por la expansión económica en curso y por el sólido crecimiento de los salarios.

Esta valoración también se refleja, en general, en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de diciembre de 2019, que sitúan la inflación anual medida por el IAPC en el 1,2 % en 2019, el 1,1 % en 2020, el 1,4 % en 2021 y el 1,6 % en 2022. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de septiembre de 2019, las perspectivas de inflación medida por el IAPC se han revisado ligeramente al alza para 2020 y levemente a la baja para 2021, sobre todo debido a las expectativas sobre la senda futura de los precios de la energía. Se espera que la inflación anual medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, se sitúe en el 1 % en 2019, el 1,3 % en 2020, el 1,4 % en 2021 y el 1,6 % en 2022.

En octubre de 2019, el crecimiento interanual del agregado monetario amplio continuó siendo robusto, mientras que los préstamos al sector privado siguieron recuperándose gradualmente. El crecimiento del agregado monetario amplio (M3) se situó en el 5,6 % en octubre de 2019, sin variación con respecto al mes anterior. Las tasas de crecimiento sostenidas de M3 reflejan la creación continuada de crédito bancario para el sector privado y el bajo coste de oportunidad de mantener instrumentos incluidos en este agregado. 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 concedidos a las sociedades no financieras aumentó hasta el 3,8 % en octubre, frente al 3,6 % de septiembre. La orientación acomodaticia de la política monetaria del Consejo de Gobierno contribuirá a salvaguardar unas condiciones de financiación bancaria muy favorables y seguirá respaldando el acceso a la financiación de todos los sectores económicos y, en particular, de las pequeñas y medianas empresas.

Se espera que la orientación general de la política fiscal de la zona del euro continúe siendo ligeramente expansiva en 2020, respaldando así la actividad económica. Se prevé que la orientación siga siendo expansiva en 2021 y que se estabilice en 2022, principalmente como consecuencia de un saldo primario en descenso, pero todavía positivo. En vista del debilitamiento de las perspectivas económicas, los Gobiernos con margen de maniobra fiscal han de estar preparados para 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, lo que creará las condiciones para que los estabilizadores automáticos actúen libremente. Todos los países deben intensificar sus esfuerzos para lograr una composición de las finanzas públicas más favorable al crecimiento.

Decisiones de política monetaria

Sobre la base de su análisis económico y monetario periódico, el Consejo de Gobierno decidió, en su reunión de política monetaria celebrada el 12 septiembre de 2019, mantener los tipos de interés oficiales del BCE sin variación y reiterar su política de *forward guidance* sobre los tipos de interés oficiales, las compras netas de activos y las reinversiones:

- En primer lugar, el Consejo de Gobierno espera 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, tras reanudar las compras netas efectuadas en el marco del programa de compra de activos (APP, por sus siglas en inglés) del BCE a un ritmo mensual de 20 mm de euros el 1 de noviembre, el Consejo de Gobierno espera que continúen durante el tiempo que sea necesario para reforzar el impacto acomodaticio de los tipos de interés oficiales del BCE y que finalicen poco antes de que comience a subir esos tipos de interés.
- En tercer lugar, el Consejo de Gobierno tiene intención de seguir reinvirtiendo 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.

El amplio paquete de medidas de política monetaria aprobado por el Consejo de Gobierno en septiembre ofrece un estímulo monetario sustancial que asegura unas condiciones de financiación favorables para todos los sectores de la economía. En particular, las mejores condiciones de financiación para las empresas y los hogares están respaldando el gasto en consumo y la inversión empresarial. Ello respaldará la expansión de la zona del euro, la actual acumulación de presiones inflacionistas internas y, por consiguiente, la sólida convergencia de la inflación hacia el objetivo a medio plazo del Consejo de Gobierno. De cara al futuro, el Consejo de Gobierno realizará un atento seguimiento de la evolución de la inflación y del impacto en la economía de las medidas de política monetaria que se están aplicando. El Consejo de Gobierno 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

Aunque el crecimiento mundial del PIB real (excluida la zona del euro) se debilitó durante la primera mitad de 2019, los últimos datos disponibles indican que se estabilizó en el segundo semestre. El débil dinamismo del crecimiento se caracterizó por un ritmo de avance más lento de las manufacturas y de la inversión, que se ha visto reforzado por el aumento de la incertidumbre política y sobre las políticas económicas, en particular en un contexto de intensificación de las tensiones comerciales y de acontecimientos relacionados con el Brexit. Sin embargo, información más reciente apunta a una estabilización del crecimiento mundial en el tercer trimestre, como también han confirmado los últimos datos procedentes de encuestas. En concreto, los índices de directores de compras (PMI, por sus siglas en inglés) señalan una recuperación modesta del crecimiento de la producción de las manufacturas y cierta moderación del de la producción del sector servicios. De cara al futuro, se prevé que la recuperación de la actividad económica mundial sea suave, debido a la moderación del crecimiento en las economías avanzadas y a la lenta recuperación de las emergentes. El comercio mundial se ha ralentizado este año y, según las proyecciones, en el medio plazo avanzará a un ritmo más lento que la actividad global. Las presiones inflacionistas globales se mantienen contenidas, mientras que los riesgos para la actividad económica mundial siguen apuntando a la baja, aunque son menos pronunciados.

Actividad económica y comercio mundiales

Aunque el crecimiento mundial (excluida la zona del euro) se debilitó durante la primera mitad de 2019, en torno a finales del año empezaron a observarse indicios de estabilización. Después de registrar un máximo a mediados de 2018, el crecimiento mundial inició una fase de debilidad que continuó durante la primera mitad de 2019, lo que supuso el período de crecimiento más débil desde la crisis financiera global. La desaceleración se ha caracterizado por la atonía de la actividad manufacturera y de la inversión a escala global, y se ha visto agravada por la creciente incertidumbre política y sobre las políticas económicas en un contexto de reiteradas escaladas de las tensiones comerciales¹ y de acontecimientos relacionados con el Brexit. Sin embargo, datos recientes apuntan a una estabilización de la actividad, aunque en niveles bajos. El PIB real siguió creciendo de forma ininterrumpida en Estados Unidos y en Japón, mientras que en el Reino Unido se observó un repunte de la actividad real. En Estados Unidos, la fortaleza del mercado de trabajo y del gasto en consumo, así como las favorables condiciones financieras, continuaron respaldando el crecimiento en el tercer trimestre, mientras que, en Japón, la intensa demanda interna fue el principal motor de la expansión. En el Reino Unido, el crecimiento se recuperó como consecuencia del avance inesperadamente pronunciado de la demanda exterior neta y del sólido crecimiento del consumo privado. En cuanto a China, los datos correspondientes al tercer

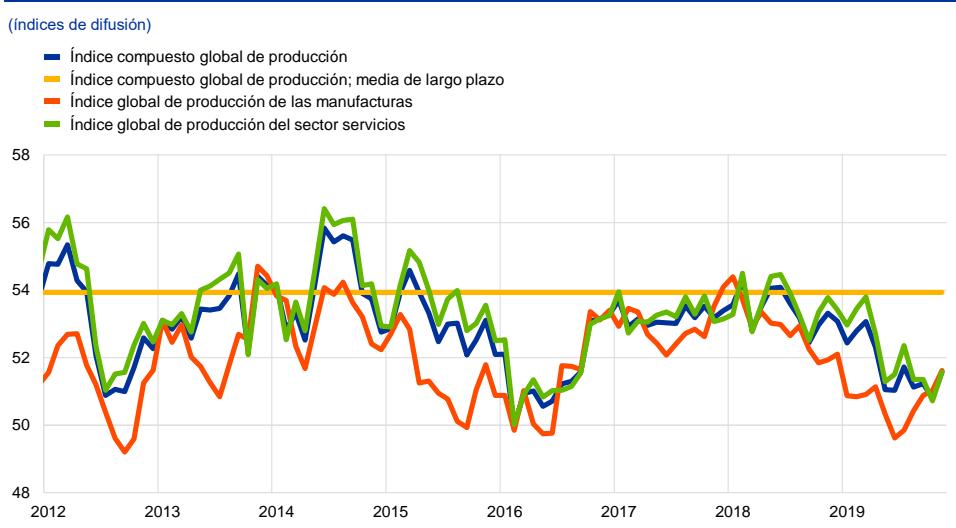
¹ En el recuadro 1 se presenta un análisis del impacto de los aranceles comerciales sobre la actividad económica en el contexto de las cadenas globales de valor.

trimestre confirmaron la ralentización gradual de la actividad, debido a la desaceleración de la inversión, mientras que, en otras economías emergentes, el crecimiento se ha estabilizado.

Los indicadores de opinión sugieren que la actividad mundial continuó estabilizándose en el cuarto trimestre. En el tercer trimestre, el índice de directores de compras (PMI) compuesto global de producción, excluida la zona del euro, no varió con respecto al trimestre precedente, lo que apunta a una estabilización de la actividad mundial. Los datos disponibles para octubre y noviembre también confirman que el crecimiento del PIB mundial (excluida la zona del euro) fue constante, aunque moderado, en el cuarto trimestre. A escala de sectores, la brecha entre los PMI de producción de las manufacturas y de los servicios a escala global se ha ido estrechando paulatinamente desde julio/agosto, lo que es indicativo de una recuperación gradual de la producción manufacturera y de cierta ralentización del crecimiento de la producción en el sector servicios.

Gráfico 1

PMI compuesto global de producción (excluida la zona del euro)



Fuentes: Markit y cálculos del BCE.

Notas: Las últimas observaciones corresponden a noviembre de 2019. «Media de largo plazo» se refiere al período comprendido entre enero de 1999 y noviembre de 2019. Los índices que se muestran en el gráfico se refieren al agregado global, excluida la zona del euro.

Las condiciones financieras globales han vuelto a mejorar. Desde que se finalizaron las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de septiembre de 2019, las condiciones financieras se han relajado, tanto en las economías avanzadas como en las emergentes. En estas últimas, la mejora de las condiciones financieras se debe principalmente a la caída de los rendimientos de los valores de renta fija y a la compresión de los diferenciales. Por otra parte, los países avanzados se han beneficiado de las subidas de las cotizaciones (en particular en Estados Unidos y en el Reino Unido) y de la reducción de los diferenciales corporativos. La disminución de las tensiones comerciales y de la incertidumbre relacionada con el Brexit, así como una orientación más acomodaticia de la política monetaria, ha contribuido a esta evolución.

De cara al futuro se prevé solo un ligero repunte del crecimiento mundial, reflejo de la desaceleración en las economías avanzadas y en China, que se verá compensada por una recuperación moderada de las economías emergentes. Tres fuerzas principales están determinando la evolución del crecimiento mundial. La ralentización del impulso cíclico en la mayoría de las economías avanzadas y la transición gradual de China a una senda de menor crecimiento frenarán el crecimiento global. En cambio, un efecto base positivo resultante de la estabilización de la actividad en los países emergentes que han experimentado una recesión (grave) contribuirá a la recuperación. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de septiembre de 2019, las perspectivas de crecimiento mundial se han revisado a la baja para el horizonte de proyección, lo que refleja una recuperación menos dinámica de lo esperado anteriormente en varias economías emergentes, también en vista de la inestabilidad interna en algunas de ellas (por ejemplo, en Hong Kong y en Chile).

En Estados Unidos se espera que la actividad económica continúe siendo sólida a corto plazo y que se desacelere a medio plazo. La actividad creció a una tasa del 2,1 %, en términos anualizados, en el tercer trimestre de 2019, prácticamente sin variación con respecto al segundo trimestre. La fortaleza del mercado de trabajo, la solidez del gasto en consumo y unas condiciones financieras favorables siguieron siendo los principales factores impulsores del crecimiento, mientras que la inversión no residencial continuó reduciéndose. La contribución de la demanda exterior neta fue neutral, ya que tanto las importaciones como las exportaciones registraron un avance moderado. La inflación interanual medida por el índice de precios de consumo (IPC) repuntó marginalmente hasta situarse en el 1,8 % en octubre, desde el 1,7 % del mes anterior, principalmente como consecuencia de los precios de los alimentos y de la energía. El IPC, excluidos la energía y los alimentos, experimentó un ligero descenso en octubre y se situó en el 2,3 %. A medio plazo se prevé que el crecimiento retorne de forma progresiva a su tasa potencial (justo por debajo del 2 %), reflejo de la maduración del ciclo económico y de unas restricciones de capacidad cada vez más evidentes, mientras que se espera que la tasa de variación de los precios de consumo se mantenga por encima del 2 %.

En China, la actividad económica se mantiene en una trayectoria de desaceleración gradual. En el tercer trimestre de 2019, el crecimiento interanual del PIB descendió hasta el 6 %, desde el 6,2 % del segundo trimestre, debido a la contribución menos positiva de la demanda exterior neta. La inversión sorprendió a la baja y se espera que continúe siendo débil, mientras que el conflicto comercial con Estados Unidos sigue lastrando el comercio. En cuanto al futuro, las proyecciones indican que el crecimiento seguirá disminuyendo en 2020, como consecuencia de la caída de las exportaciones y de la falta de dinamismo de la inversión, y que repunte ligeramente en 2021 y en 2022, respaldado por medidas de política. En general, la contracción de la actividad económica refleja los procesos de desapalancamiento acometidos anteriormente con el fin de 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 la aplicación de reformas estructurales dé lugar a

una transición ordenada a una senda de crecimiento más moderado que dependa menos de la inversión y de las exportaciones.

En Japón, la actividad económica sigue siendo débil, y se prevé que avance con moderación en el medio plazo. El PIB real se incrementó un 0,4 % en el tercer trimestre de 2019 (en tasa intertrimestral), frente al 0,5 % del trimestre anterior. La fortaleza de la demanda interna, favorecida por la inversión privada no residencial de las empresas y por el adelanto de compras antes de la subida del impuesto sobre el valor añadido el 1 de octubre, se vio parcialmente contrarrestada por la debilidad de las exportaciones y por los ajustes de las existencias, así como por cierta reversión de los resultados relativamente buenos del segundo trimestre (en parte como resultado de la ampliación del período festivo para celebrar la sucesión al trono imperial). Aunque las proyecciones indican que el crecimiento se debilitará de forma transitoria tras el aumento del impuesto sobre el valor añadido y las catástrofes naturales acaecidas en octubre, se espera que la actividad retorne gradualmente a una senda de crecimiento moderado, ya que el país sigue beneficiándose de una política monetaria muy acomodaticia, de unas condiciones favorables en el mercado de trabajo y de los preparativos de los Juegos Olímpicos que se celebrarán en Tokio en 2020. Asimismo, es probable que el sustancial paquete de medidas de estímulo fiscal anunciado recientemente por el Gobierno japonés —que debe ser aprobado por el Parlamento— impulse el crecimiento posteriormente. Al mismo tiempo, se prevé que la maduración del ciclo económico, en un contexto de restricciones de capacidad y de la oferta de mano de obra cada vez más evidentes, frene el ritmo de expansión.

En el Reino Unido, el crecimiento del PIB real registró una ligera recuperación en el tercer trimestre, pero las perspectivas siguen siendo moderadas, pese al menor riesgo de que se produzca un Brexit desordenado. Después de experimentar una contracción en el segundo trimestre (–0,2 % en tasa intertrimestral), el PIB real se incrementó un 0,3 % en el tercero, impulsado por el crecimiento inesperadamente intenso de la demanda exterior neta. El avance del consumo privado se mantuvo sólido (0,4 % en términos intertrimestrales), lo que reflejó el crecimiento más acusado de los salarios reales durante 2019 —con apoyo adicional del consumo público (0,3 % en tasa intertrimestral)—, mientras que la inversión y las existencias continuaron constituyendo un lastre para el crecimiento. La incertidumbre relacionada con el Brexit siguió siendo elevada, lo que limitará el avance en el corto plazo. Las perspectivas de crecimiento a largo plazo siguen dependiendo en gran medida de la forma que adopten los eventuales acuerdos comerciales posteriores al Brexit que todavía deben alcanzar el Reino Unido y la UE. La inflación descendió considerablemente a principios del cuarto trimestre y la inflación interanual medida por el IPC cayó hasta situarse en el 1,5 % en octubre, frente al 1,8 % del tercer trimestre. Esta caída refleja el efecto de la bajada de los precios del petróleo denominados en libras esterlinas en comparación con el año pasado, la reducción de los precios de importación derivada de la apreciación de la libra desde septiembre y el fuerte impacto a la baja sobre los precios energéticos internos resultante del recorte del precio máximo de la energía por parte del regulador, que probablemente se revierta en la primavera de 2020.

En los países de Europa Central y Oriental se prevé que el crecimiento del PIB real continúe siendo vigoroso durante el horizonte de proyección. La actividad económica sigue descansando en la fortaleza del gasto en consumo, respaldada por el tensionamiento de los mercados de trabajo, mientras que las proyecciones apuntan a una ralentización de la inversión en un contexto en que el ciclo de fondos de la UE se encuentra en una fase más avanzada. Durante el horizonte de proyección se espera que el crecimiento se modere desde unas tasas por encima del potencial, aunque continuará siendo robusto.

Las proyecciones señalan que la actividad económica en los grandes países exportadores de materias primas se recuperará ligeramente de la debilidad registrada durante 2019. En Rusia, el bombeo de petróleo contaminado a un oleoducto clave para la exportación provocó interrupciones de suministro a gran escala, pero el restablecimiento más rápido de lo esperado de la producción se plasmó en un avance del PIB y de las exportaciones mejor de lo previsto en el tercer trimestre de 2019. De cara al futuro, las perspectivas a medio plazo de este país estarán determinadas fundamentalmente por la aplicación de políticas fiscales y estructurales, por la evolución de los mercados internacionales de petróleo —en concreto por el compromiso de mantener los recortes de la producción del grupo de importantes productores que forman la OPEP+— y por el alcance de las sanciones internacionales con las que estará operando el país. En Brasil, pese a haberse observado algunas mejoras desde principios de 2019, el crecimiento sigue siendo frágil, debido a una situación fiscal restrictiva (que incluye congelaciones de los presupuestos), a un entorno exterior incierto (por ejemplo, tensiones comerciales y crisis en Argentina y en otros países latinoamericanos) y a perturbaciones idiosincrásicas (como la rotura de una presa). Aunque la reforma de las pensiones aprobada recientemente fue esencial para estimular la confianza, la medida en que se apliquen las reformas fiscales adicionales necesarias influirá de forma significativa en el crecimiento a medio y a largo plazo.

En Turquía se prevé que el crecimiento siga siendo ligeramente positivo en 2019 y que a medio plazo se recupere gradualmente. Tras la acusada contracción que experimentó el PIB en la segunda mitad de 2018, la economía se recuperó en el primer semestre de 2019, debido al estímulo fiscal introducido antes de las elecciones municipales de marzo, a la mayor fortaleza del consumo de los hogares y a la demanda exterior neta, mientras que la inversión siguió reduciéndose. Se espera que el crecimiento siga siendo ligeramente positivo en 2019 siempre que el consumo de los hogares continúe mostrando capacidad de resistencia, mientras que el entorno exterior podría ser menos favorable. Asimismo, se espera que la actividad económica se acelere de forma gradual hacia el final del horizonte de proyección.

El comercio mundial se ha debilitado de forma significativa a lo largo de 2019, en un contexto de reiteradas escaladas de las tensiones comerciales y de desaceleración de la actividad industrial. Después de que el comercio mundial experimentara una contracción en la primera mitad de 2019, los últimos datos disponibles señalan una estabilización durante el resto del año, aunque en niveles muy bajos. En las economías avanzadas, el comercio retornó a un crecimiento

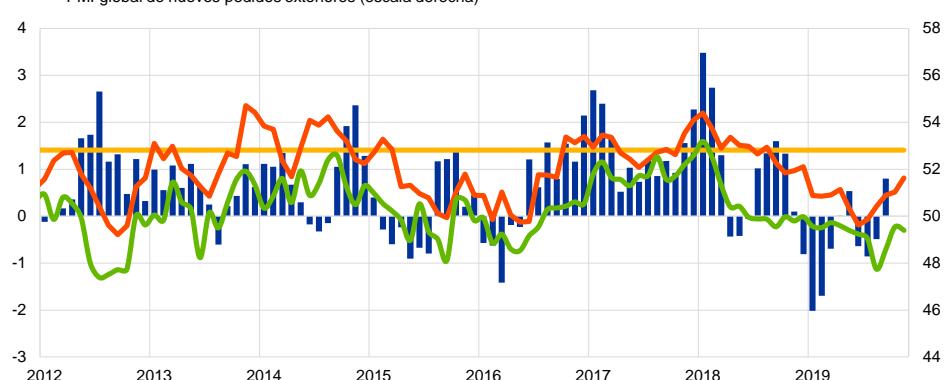
moderado en el tercer y cuarto trimestre de 2019, respaldado por la normalización de las importaciones en el Reino Unido (tras el excepcional acopio de existencias registrado a principios de este año)² y por el repunte de las importaciones en los países de Europa Central y Oriental pertenecientes a la UE, tras registrar una ralentización temporal en el segundo trimestre. En las economías emergentes, el comercio siguió reduciéndose en el tercer trimestre, debido a los factores adversos relacionados con el comercio en China, a la desaceleración económica en la India y a las turbulencias políticas en América Latina, aunque en el cuarto trimestre se están observando indicios de estabilización. Según datos del CPB, las importaciones mundiales de mercancías (excluida la zona del euro) aumentaron un 0,8 % en el tercer trimestre de 2019 con respecto al segundo, después de tres trimestres consecutivos de contracción y pese a la fuerte caída de septiembre (véase gráfico 2). Como los indicadores de opinión sobre nuevos pedidos exteriores permanecen en territorio contractivo, pese a haberse observado una leve recuperación, es probable que la actual debilidad del comercio mundial continúe en el corto plazo.

Gráfico 2

Encuestas y comercio mundial de bienes (excluida la zona del euro)

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

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



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

Nota: Las últimas observaciones corresponden a noviembre de 2019 (PMI) y a septiembre de 2019 (importaciones mundiales de mercancías). Los índices y los datos se refieren al agregado global, excluida la zona del euro.

Los recientes cambios en la política comercial de Estados Unidos envían señales contradictorias sobre una posible desaparición de las tensiones comerciales. La reanudación de las negociaciones comerciales bilaterales entre Estados Unidos y China a principios de octubre allanaron el camino para un acuerdo comercial «de Fase 1», lo que generó esperanzas de cierta relajación del conflicto comercial. Sin embargo, en la fecha límite de recepción de los datos de este Boletín, las negociaciones continuaban —en un contexto de choques políticos entre

² En el primer trimestre de 2019, las importaciones del Reino Unido se incrementaron alrededor de un 10 %, en tasa intertrimestral, como consecuencia del acopio de existencias antes de la primera fecha fijada para el Brexit, el 29 de marzo de 2019. La reversión ulterior de dicho acopio en el segundo trimestre hizo que las importaciones disminuyeran un 13 %.

ambos países— y seguía sin estar claro cuándo se firmará el acuerdo³. En vista de estos avances, Estados Unidos ha aplazado indefinidamente la subida de aranceles prevista para el 15 de octubre⁴, y también ha pospuesto la decisión sobre la imposición de aranceles a las importaciones de automóviles (y de sus componentes) de la UE (que inicialmente debía entrar en vigor a mediados de noviembre). No obstante, las tensiones comerciales con otros países se han intensificado últimamente. A principios de diciembre, la Administración estadounidense amenazó con volver a aplicar aranceles a las importaciones de acero y de aluminio de Argentina y Brasil en respuesta a sus políticas cambiarias. Al mismo tiempo, a raíz de la finalización de una investigación iniciada por el representante de Comercio de Estados Unidos en relación con el impuesto sobre los servicios digitales aprobado en Francia en 2019, Estados Unidos ha amenazado con imponer aranceles a determinadas importaciones de productos franceses porque se consideró que este impuesto era discriminatorio para las empresas estadounidenses. Aunque el volumen total de comercio que podría verse afectado por estos aranceles no es elevado, estas escaladas recientes no son un buen presagio para una posible desaparición de las tensiones comerciales.

A tenor de las previsiones, las importaciones mundiales aumentarán de forma gradual a medio plazo y crecerán a un ritmo más moderado que la actividad global. La nueva escalada de las tensiones comerciales, cuyos efectos continuarán dejándose sentir en 2020, unida a una recuperación de las economías emergentes más paulatina de lo previsto anteriormente y al reajuste estructural de la economía china, contribuirá a retrasar la recuperación del comercio. En consecuencia, se prevé que la elasticidad del comercio a la actividad económica se mantenga por debajo del valor unitario durante el horizonte de proyección. Según las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema de diciembre de 2019, las importaciones mundiales (excluida la zona del euro) experimentarán una desaceleración acusada, pasando de un crecimiento del 4,6 % en 2018 a un crecimiento nulo en 2019, antes de recuperarse y situarse en el 0,8 % en 2020, el 2,4 % en 2021 y el 2,7 % en 2022. Se prevé que la demanda externa de la zona del euro, que registró una expansión del 3,7 % el año pasado, se desacelere hasta situarse en el 0,7 % en 2019, y que posteriormente se incremente progresivamente hasta el 1 % en 2020, el 2,3 % en 2021 y el 2,6 % en 2022. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de septiembre de 2019, la demanda externa de la zona del euro se ha revisado a la baja en 0,3 puntos porcentuales en 2019, en 0,9 puntos porcentuales en 2020 y en 0,4 puntos porcentuales en 2021. Además del impacto de los aranceles anunciados a finales de agosto y de los datos peores de lo esperado, estas revisiones también reflejan la debilidad generalizada de las importaciones tanto en las economías

³ Se espera que el acuerdo que se está negociando contemple diversos aspectos de la relación entre los dos países, aunque todavía no se conocen los detalles. Según la información disponible, en el acuerdo de Fase 1, China se comprometerá, entre otras cosas, a incrementar sus importaciones de productos agrícolas estadounidenses (básicamente retornando a los volúmenes de importaciones anteriores a la imposición de aranceles por parte de China a dichos productos, es decir, unos 20 mm de dólares estadounidenses al año), a aumentar la transparencia del mercado de divisas y a reforzar la normativa de protección de la propiedad intelectual.

⁴ La subida arancelaria prevista para el 15 de octubre consistía en un incremento de 5 puntos porcentuales (del 25 % al 30 %) de los aranceles a importaciones chinas por valor de 250 mm de dólares.

avanzadas como en las emergentes, como consecuencia de las perspectivas de crecimiento moderado.

Los riesgos para la actividad mundial siguen apuntando a la baja, pero ahora son algo menos pronunciados. Una nueva escalada de los conflictos comerciales sería perjudicial para el comercio y el crecimiento globales y provocaría distorsiones en las cadenas de producción globales. Además, un escenario de Brexit «sin acuerdo» podría tener efectos de contagio más adversos, 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 reajuste en curso en este país. Las correcciones de precios en los mercados financieros podrían hacer mella en el apetito de riesgo a escala global, mientras que una reintensificación de las tensiones geopolíticas también incidiría negativamente en la actividad y el comercio mundiales. Los riesgos al alza están relacionados con una recuperación más rápida del comercio global y con una resolución más favorable de las incertidumbres políticas actuales.

Evolución mundial de los precios

Los precios del petróleo han aumentado en un contexto de mejora del clima existente en los mercados. La preocupación acerca de la debilidad de la demanda global de crudo siguió siendo un importante factor determinante de la evolución de los mercados hasta mediados de octubre, cuando se reanudaron las negociaciones entre Estados Unidos y China. Desde entonces, los precios del petróleo se han recuperado, como consecuencia de la mejora del clima existente en los mercados, y se han visto respaldados por el acuerdo alcanzado por la OPEP+ el 6 de diciembre para aplicar recortes más sustanciales de la producción.

Según las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2019, los precios del petróleo descenderán durante el horizonte de proyección. Como consecuencia de la subida de los precios al contado, la curva de futuros sobre el petróleo se ha situado ligeramente por encima de la utilizada en las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de septiembre de 2019, mientras que la pendiente prácticamente no ha variado. Por lo tanto, los supuestos relativos a los precios del petróleo en los que se basan las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2019 fueron alrededor de un 2,1 %, un 4,6 % y un 2,1 % más elevados para 2019, 2020 y 2021, respectivamente, que los supuestos utilizados en las proyecciones macroeconómicas del BCE de septiembre de 2019. Desde la fecha límite de recepción de los datos para las proyecciones de diciembre, el precio del crudo ha vuelto a aumentar, y el precio del barril de *Brent* se situó en 65,2 dólares estadounidenses el 11 de diciembre.

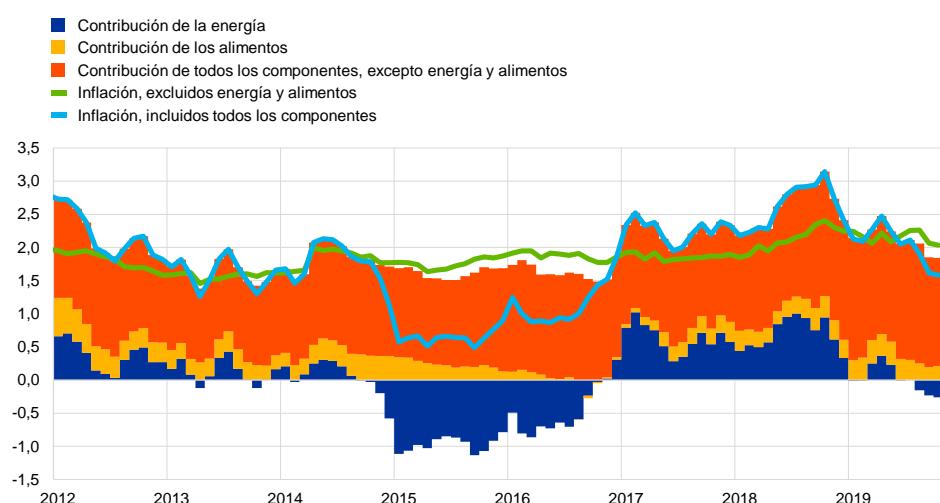
Las presiones inflacionistas globales se mantienen contenidas. En los países de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), la inflación interanual medida por los precios de consumo se situó en el 1,6 % en octubre de 2019, sin variación con respecto al mes anterior. Los precios de la

energía siguieron constituyendo un lastre para la inflación (que descendió de nuevo, hasta el -3% , desde el $-2,7\%$ de septiembre), mientras que la tasa de variación de los precios de los alimentos repuntó marginalmente, compensando así la caída de los precios de la energía. El IPC, excluidos la energía y los alimentos, experimentó un ligero descenso interanual y se situó en el 2% , frente al $2,1\%$ de septiembre (véase gráfico 3). En las principales economías avanzadas, las presiones inflacionistas siguen contenidas, pese a la orientación acomodaticia de la política monetaria y a las tensiones observadas en los mercados de trabajo, que no están logrando plasmarse completamente en subidas salariales. En conjunto, esto sugiere que es probable que las presiones inflacionistas subyacentes continúen siendo moderadas en un futuro próximo.

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 octubre 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 (en moneda nacional) de los países competidores de la zona del euro se estabilice, en general, a medio plazo, ya que se espera que la contribución de la pendiente descendente de la curva de futuros sobre el precio del petróleo se vea prácticamente compensada con la depreciación del euro durante el horizonte de proyección.

2

Evolución financiera

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 índice medio del tipo de interés del euro a un día (eonia) se ha desplazado al alza, sin que los mercados esperen actualmente un nuevo recorte del tipo de interés de la facilidad de depósito. En consonancia con cierta mejora observada en la percepción global del riesgo, los precios de las acciones de la zona del euro se han incrementado y los diferenciales corporativos se han reducido. Como los rendimientos de la deuda soberana de la zona del euro han reflejado, en gran medida, la subida de los tipos de interés libres de riesgo, los diferenciales soberanos apenas han variado, y solo el diferencial de Italia ha registrado un incremento significativo, principalmente como consecuencia de las tensiones políticas internas. En los mercados de divisas, el tipo de cambio efectivo del euro se ha mantenido estable en términos generales.

Los rendimientos de la deuda soberana a largo plazo han aumentado en todos los países de la zona del euro, lo que indica un punto de inflexión en la tendencia a la baja observada entre finales de 2018 y agosto de 2019 (véase gráfico 4). Durante el período de referencia (del 12 de septiembre al 11 de diciembre de 2019), el rendimiento de la deuda soberana a diez años de la zona del euro ponderado por el PIB se incrementó 25 puntos básicos, hasta situarse en el 0,20 %, ya que los tipos de interés libres de riesgo subieron en un contexto de mejora de la percepción de riesgos y de tímida estabilización de las perspectivas macroeconómicas. En el Reino Unido, el rendimiento de la deuda soberana a diez años también aumentó durante el período analizado y se situó en torno al 0,78 %, mientras que en Estados Unidos se mantuvo prácticamente sin variación, en el 1,79 %.

Gráfico 4

Rendimientos de la deuda soberana a diez años

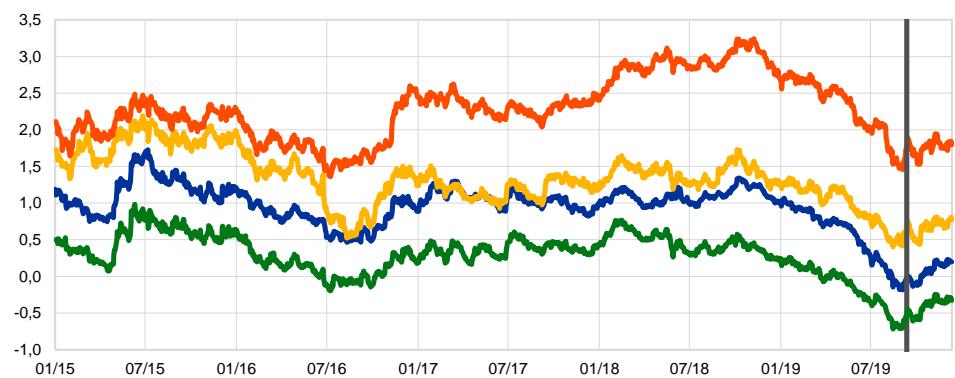
(porcentajes)

— Media ponderada por el PIB de la zona del euro

— Reino Unido

— Estados Unidos

— Alemania



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

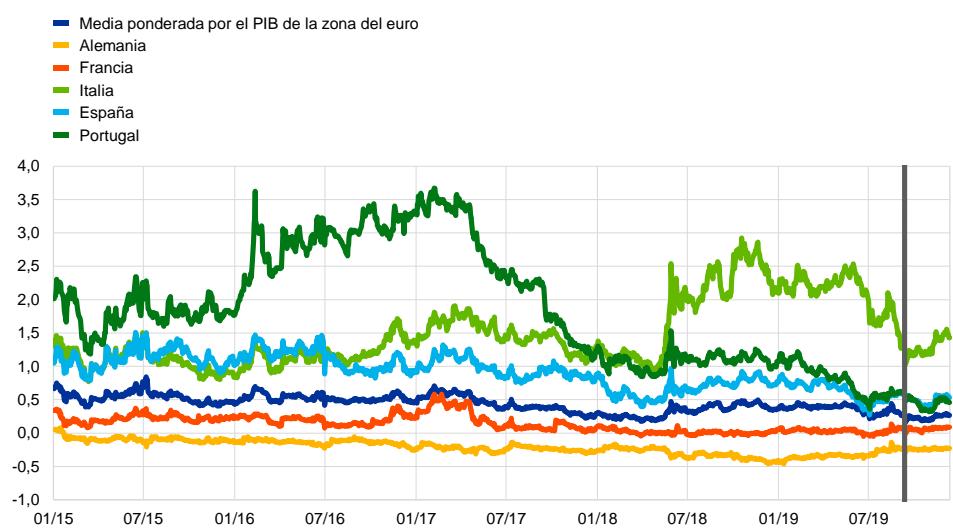
Notas: Datos diarios. La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (12 de septiembre de 2019). Las últimas observaciones corresponden al 11 de diciembre de 2019.

Los rendimientos de la deuda soberana de la zona del euro reflejaron, en gran medida, el incremento del tipo swap del eonia (OIS, por sus siglas en inglés) libre de riesgo en el período analizado, de modo que, salvo en el caso de Italia, la mayoría de los diferenciales con respecto al tipo OIS prácticamente no variaron (véase gráfico 5). El diferencial de la deuda soberana italiana a diez años registró un aumento considerable (27 puntos básicos) y se situó en 1,43 puntos porcentuales, principalmente como consecuencia del aumento de las tensiones políticas en ese país, que, al ser internas, no se propagaron a otros países de la zona del euro. Los diferenciales correspondientes a Alemania y a Portugal se redujeron 3 y en 4 puntos básicos, respectivamente, hasta situarse en -0,23 y 0,46 puntos porcentuales, mientras que en España y en Francia aumentaron 7 y 1 puntos básicos, y se situaron en 0,53 y 0,09 puntos porcentuales. En conjunto, el diferencial de rendimiento de la zona del euro ponderado por el PIB se incrementó 6 puntos básicos y se situó en 0,27 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 (12 de septiembre de 2019). Las últimas observaciones corresponden al 11 de diciembre de 2019.

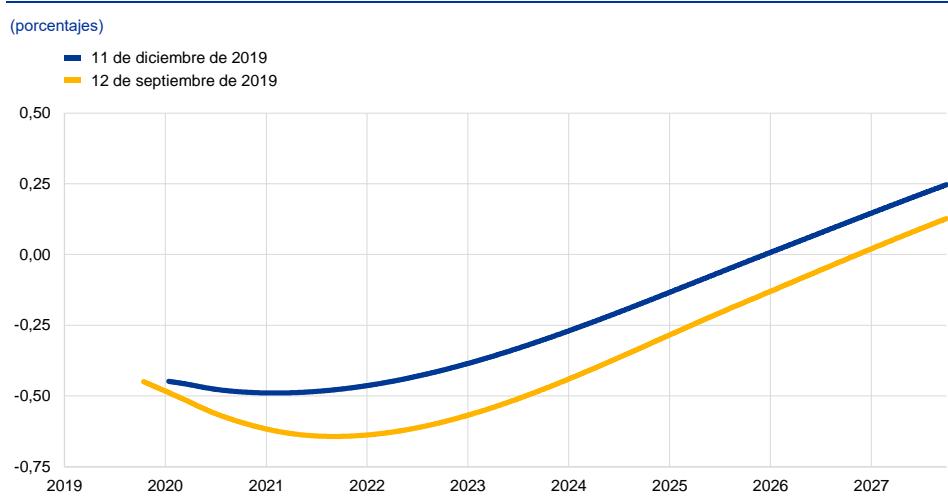
El eonia y el nuevo tipo de interés de referencia a corto plazo del euro (€STR) se situaron, en promedio, en -45 y -54 puntos básicos, respectivamente, durante el período considerado. Estos niveles fueron unos 10 puntos básicos inferiores a los registrados, en promedio, en agosto de 2019, debido al recorte 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; ahora se calcula sumando un diferencial fijo de 8,5 puntos básicos al €STR⁵. El exceso de liquidez aumentó en el período considerado en aproximadamente 41 mm de euros, hasta situarse en torno a los 1.800 mm de euros, lo que refleja, sobre todo, un descenso de los factores autónomos de absorción de liquidez y la reanudación del programa de compras netas de activos del Eurosistema el 1 de noviembre de 2019.

La curva de tipos forward del eonia se ha desplazado considerablemente al alza, lo que indica que los mercados ya no esperan un nuevo recorte del tipo aplicado a la facilidad de depósito (véase gráfico 6). Tras perder casi totalmente su forma invertida en el período analizado, la curva alcanzará un mínimo de alrededor del -0,49 % en torno al cambio de año de 2020 a 2021, es decir, solo unos puntos básicos por debajo del nivel actual del eonia. La desaparición de esta forma invertida de la curva de tipos forward del eonia señala que los mercados ya no esperan un recorte adicional del tipo de la facilidad de depósito. En general, la curva se mantiene por debajo de cero en los horizontes anteriores a 2025, lo que

⁵ Véase el recuadro titulado «Adiós eonia, hola €STR», Boletín Económico, número 7, BCE, 2019.

refleja las expectativas continuadas de los mercados de que los tipos de interés sigan siendo negativos durante un período prolongado.

Gráfico 6
Tipos *forward* del eonia



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

Los índices bursátiles amplios de la zona del euro han subido, como consecuencia de la mejora observada en la percepción global del riesgo (véase gráfico 7). Durante el período analizado, las cotizaciones del sector financiero y de las sociedades no financieras de la zona del euro registraron un alza del 6,6 % y del 3 %, respectivamente. El lastre 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 mundiales y una tímida estabilización de las perspectivas macroeconómicas.

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 (12 de septiembre de 2019). Las últimas observaciones corresponden al 11 de diciembre de 2019.

Los diferenciales de los valores de renta fija del sector financiero y de las sociedades no financieras de la zona del euro se redujeron durante el período analizado (véase gráfico 8). Dado que la mejora observada en la percepción global del riesgo resultó ser positiva para los activos de riesgo en general, las alzas en las cotizaciones se reflejaron en un endurecimiento de los diferenciales de rendimiento de la renta fija privada en la zona del euro. 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 disminuyeron 11 y 13 puntos básicos, respectivamente, en el período considerado, hasta situarse en 61 y 73 puntos básicos. El descenso de los diferenciales no reflejó los cambios en los determinantes fundamentales del riesgo de crédito, medidos por las calificaciones crediticias y las frecuencias de impago esperadas, que apenas variaron. 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 muy 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.

Gráfico 8

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

(puntos básicos)

- Instituciones financieras
- Sociedades no financieras



Fuentes: Índices Markit iBoxx y cálculos del BCE.

Notas: La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (12 de septiembre de 2019). Las últimas observaciones corresponden al 11 de diciembre de 2019.

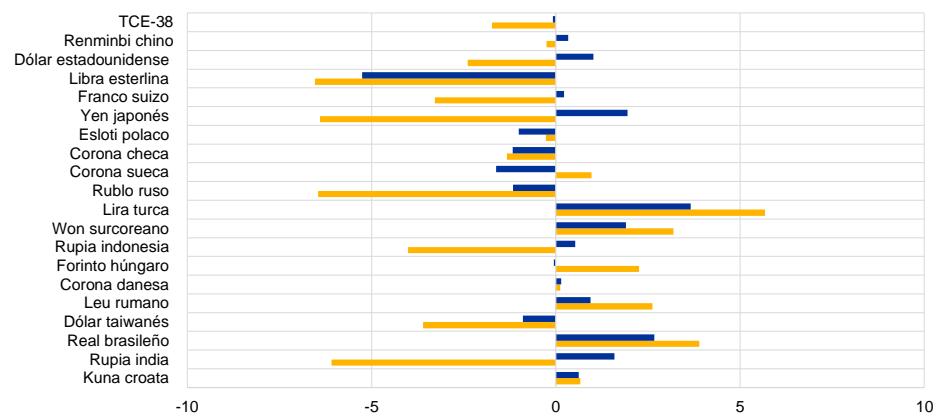
En los mercados de divisas, el tipo de cambio efectivo del euro se mantuvo, en general, estable (véase gráfico 9) y algunos tipos de cambio bilaterales se movieron en direcciones opuestas. El tipo de cambio efectivo nominal del euro, medido frente a las monedas de 38 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro, se depreció un 0,1 % durante el período analizado. La moneda única se fortaleció frente a las principales monedas, como el dólar estadounidense (1 %), el renminbi chino (0,3 %), el yen japonés (1,9 %) y el franco suizo (0,2 %). El euro también se apreció frente a las monedas de Brasil, India y Turquía. Esta evolución se vio contrarrestada principalmente por la caída del 5,3 % registrada en el euro frente a la libra esterlina, en un contexto de noticias que apuntaban a una mayor probabilidad de un Brexit suave. El euro se depreció asimismo frente a la corona checa (1,2 %) y el esloti polaco (1 %).

Gráfico 9

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

(tasas de variación)

■ Desde el 12 de septiembre de 2019
■ Desde el 11 de diciembre de 2018



Fuente: BCE.

Notas: El TCE-38 es el 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 11 de diciembre de 2019.

3

Actividad económica

El crecimiento intertrimestral del PIB real de la zona del euro se mantuvo en el 0,2 % en el tercer trimestre de 2019. La actividad económica de la zona se sustentó fundamentalmente en el consumo privado, que siguió respaldando la contribución positiva de la demanda interna al crecimiento. A su vez, el sector exterior continuó lastrando el crecimiento de la zona, como quedó reflejado en la aportación ligeramente negativa de la demanda exterior neta. De cara al futuro, la información más reciente sugiere un crecimiento moderado, aunque con ciertos riesgos a la baja. Según las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de diciembre de 2019, el crecimiento anual del PIB real será del 1,2 % en 2019, del 1,1 % en 2020 y del 1,4 % tanto en 2021 como en 2022. En comparación con las proyecciones de septiembre de 2019, el crecimiento del PIB real se ha revisado a la baja en 0,1 puntos porcentuales para 2020, dadas las considerables revisiones a la baja de la demanda externa, que solo se han visto contrarrestadas parcialmente por unas políticas fiscales y monetarias más expansivas y por la depreciación efectiva del euro.

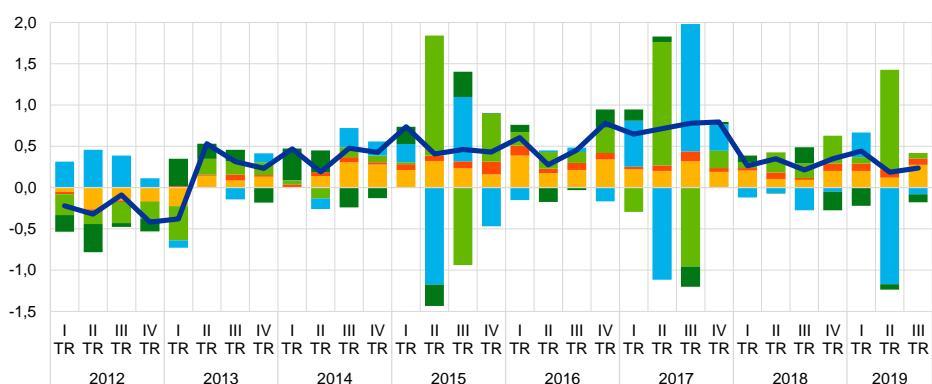
El ritmo de crecimiento de la zona del euro siguió siendo moderado en el tercer trimestre de 2019, respaldado por la capacidad de resistencia de la demanda interna. El avance intertrimestral del PIB real fue del 0,2 % en el tercer trimestre, sin variación con respecto al trimestre anterior y por debajo del 0,4 % observado en el primer trimestre del año (véase gráfico 10). La demanda interna siguió contribuyendo positivamente al crecimiento en el tercer trimestre de 2019, mientras que la aportación de la variación de existencias fue negativa. La evolución del sector exterior continuó lastrando el crecimiento de la zona del euro, como quedó reflejado en la contribución ligeramente negativa de la demanda exterior neta. En cuanto a la producción, en el tercer trimestre, la actividad económica se vio favorecida principalmente por el avance de los servicios, y se observó un repunte de la construcción, mientras que el valor añadido de la industria (excluida la construcción) volvió a disminuir.

Gráfico 10

PIB real de la zona del euro y sus componentes

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

- PIB a precios de mercado
- Consumo privado
- Consumo público
- Formación bruta de capital fijo
- Demanda exterior neta
- Variación de existencias

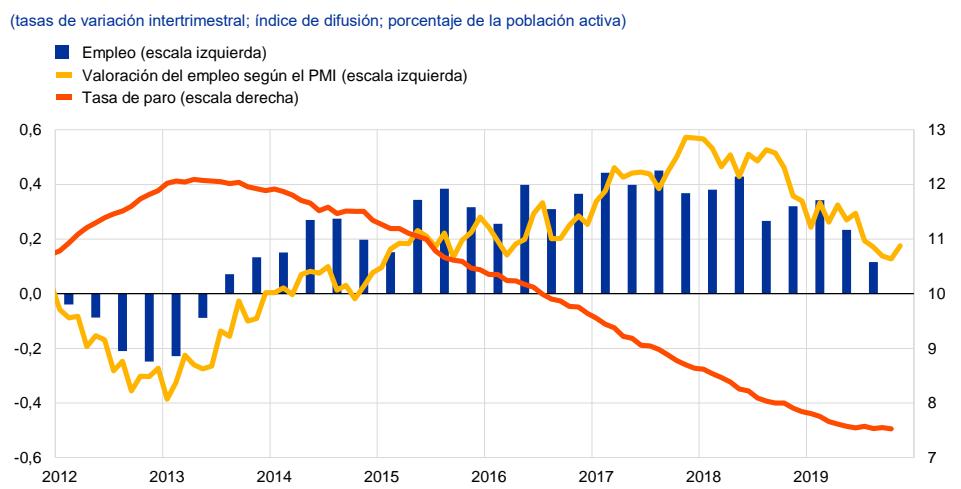


Fuente: Eurostat.

Notas: Las últimas observaciones corresponden al tercer trimestre de 2019. Las acusadas variaciones de la formación bruta de capital fijo y de la demanda exterior neta en 2015, 2017 y 2019 reflejan desarrollos específicos relacionados con la inversión en activos intangibles registrada en Irlanda y Países Bajos.

El mercado de trabajo continúa mejorando, aunque a un ritmo moderado

(véase gráfico 11). El empleo creció un 0,1 % en el tercer trimestre de 2019, frente al 0,4 % del segundo trimestre. Este ligero incremento fue generalizado en los distintos sectores y países. En la actualidad, la tasa de empleo se sitúa un 3,9 % por encima del máximo alcanzado antes de la crisis, en el primer trimestre de 2008. La tasa de paro permaneció sin cambios, en el 7,6 %, en el tercer trimestre. Desde entonces, ha descendido hasta situarse en el 7,5 % en octubre y se mantiene próxima a los reducidos niveles previos a la crisis. La productividad por persona ocupada aumentó un 0,1 %, en términos intertrimestrales, en el tercer trimestre de 2019. Para los próximos meses, los indicadores de opinión sugieren que, en el corto plazo, el crecimiento del empleo seguirá siendo positivo. En el recuadro 4 se presenta un análisis de los componentes principales del mercado de trabajo y se llega a la conclusión de que el dinamismo de este mercado sigue siendo elevado, pese a haber descendido levemente, lo que apuntaría a mejoras adicionales de carácter moderado en el corto plazo.

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

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 tercer trimestre de 2019 para el empleo, a noviembre de 2019 para el PMI y a octubre de 2019 para la tasa de paro.

El consumo privado sigue estando respaldado por el incremento de las rentas del trabajo y por la mejora de los balances de los hogares. En el tercer trimestre de 2019, el consumo privado aumentó un 0,5 %, en tasa intertrimestral, tras registrar un crecimiento algo más débil en el segundo trimestre. Las ventas del comercio minorista durante el tercer trimestre se situaron, en promedio, un 0,5 % por encima del nivel observado en el segundo trimestre, período en el que también registraron un avance (0,6 %, en términos intertrimestrales). Sin embargo, en octubre estas ventas se redujeron un -0,6 % con respecto al mes anterior. Desde una perspectiva de medio plazo, el incremento de las rentas del trabajo continúa respaldando el dinamismo subyacente del gasto en consumo. Además, la mejora continuada de los balances de los hogares sigue siendo un importante factor determinante del crecimiento sostenido del consumo.

En el tercer trimestre de 2019, la inversión empresarial (aproximada por la inversión, excluida la construcción) aumentó ligeramente —un 0,2 %, en tasa intertrimestral—, tras registrar un significativo avance impulsado por la inversión en productos de propiedad intelectual en Irlanda en el trimestre anterior. Los últimos datos sugieren un crecimiento débil de la inversión empresarial en la zona del euro. La confianza del sector de bienes de equipo se stabilizó ligeramente en noviembre, aunque siguió cayendo, en promedio, en términos intertrimestrales, en un contexto de incertidumbre mundial unida a diversos factores estructurales —como la normativa medioambiental y el cambio tecnológico, que también influyeron. La disminución de los niveles de utilización de la capacidad productiva en el sector manufacturero, junto con la debilidad de los márgenes empresariales y de las expectativas de beneficios, también apunta a un escaso crecimiento de la inversión. Como nota positiva, la inversión empresarial seguirá estando respaldada por unas condiciones de financiación favorables.

En el tercer trimestre de 2019, la inversión residencial creció un 0,6 %, tras registrar un leve incremento (0,1 %) en el segundo trimestre. La inversión en construcción también aumentó en el tercer trimestre (0,3 %), respaldada tanto por el componente residencial como por el no residencial. Pese a la continuada recuperación del sector de la vivienda, los indicadores coyunturales y de opinión sugieren una evolución divergente de los mercados de la vivienda. Por una parte, los indicadores de demanda —como el incremento de las intenciones de gasto de los consumidores en relación con la vivienda nueva o usada— apuntan a un intenso dinamismo. Por otra, los indicadores de oferta —como la producción de la construcción, los visados de obra nueva y las indicaciones de escasez de mano de obra por parte de empresas constructoras— sugieren que las restricciones a la producción son cada vez mayores. Se espera que el impulso positivo, pero decreciente, de la inversión residencial se mantenga en el cuarto trimestre. En octubre y noviembre, los indicadores de confianza retrocedieron, aunque permanecieron en niveles superiores a sus medias históricas, mientras que el PMI relativo al sector de la vivienda se situó, en promedio, en 50,7, frente a un valor de 50,1 en el tercer trimestre.

Las exportaciones reales totales de la zona del euro siguieron creciendo a un ritmo lento en el tercer trimestre (0,4 %, frente al 0,3 % del segundo) en términos intertrimestrales. Las exportaciones de bienes de la zona del euro se recuperaron, mientras que las de servicios se moderaron, en un contexto de cierta normalización de las exportaciones al Reino Unido y a Turquía. Las exportaciones a Estados Unidos continuaron aumentando, compensando así la evolución negativa de las dirigidas a otros destinos, especialmente a Asia. La contribución de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB fue marginalmente negativa (–0,1 puntos porcentuales). De cara al futuro, los indicadores adelantados sugieren que las condiciones comerciales se están estabilizando, pero en un contexto de debilidad. Los datos menos negativos sobre pedidos exteriores pueden interpretarse como una señal temprana de que en el cuarto trimestre se tocará fondo, mientras que los indicadores de transporte de mercancías ofrecen una imagen heterogénea. Las condiciones que rodean a la política comercial internacional también están teniendo un impacto adverso en la evolución del comercio, ya que el sector de las manufacturas se estructura en torno a una red regional muy integrada que hace que la zona del euro sea particularmente vulnerable al aumento de las medidas proteccionistas (véase el recuadro 1, titulado «Los efectos de los aumentos de los aranceles en un mundo de cadenas globales de valor»).

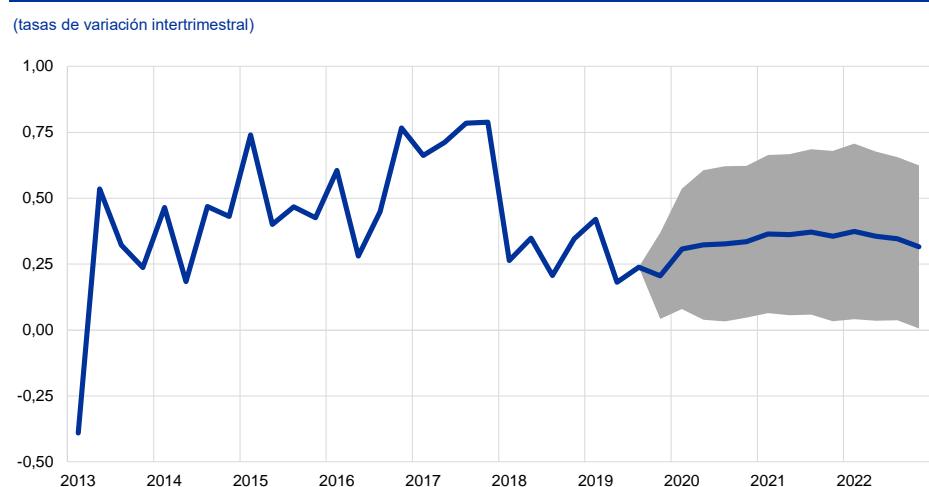
Los indicadores económicos y los resultados de las encuestas más recientes siguen sugiriendo que la economía de la zona del euro registra un ritmo de crecimiento moderado. El indicador de sentimiento económico (ESI, por sus siglas en inglés) de la Comisión Europea aumentó en noviembre hasta situarse por encima de su media de largo plazo, aunque en tasa intertrimestral ha retrocedido, en promedio, en el tiempo transcurrido del cuarto trimestre. En general, el PMI compuesto de producción no varió entre octubre y noviembre, y se mantuvo en niveles que señalan la continuación del crecimiento moderado, pese al descenso intertrimestral registrado, en promedio, hasta noviembre.

De cara al futuro, la expansión de la zona del euro seguirá sustentándose en unas condiciones de financiación favorables. La orientación acomodaticia de la política monetaria del BCE sigue sosteniendo la demanda interna. El aumento en curso del empleo, las subidas salariales y la mejora de los balances de los hogares deberían seguir favoreciendo el consumo privado. Asimismo, se espera que la continuada expansión de la actividad mundial, aunque algo más lenta, respalde el crecimiento.

Las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosystem para la zona del euro de diciembre de 2019 prevén un crecimiento del PIB real del 1,2 % en 2019, el 1,1 % en 2020 y el 1,4 % tanto en 2021 como en 2022 (véase gráfico 12). En comparación con las proyecciones de septiembre de 2019, el crecimiento del PIB real se ha revisado ligeramente a la baja, en 0,1 puntos porcentuales, para 2020, debido a la revisión a la baja de la demanda externa, que solo se han visto contrarrestadas parcialmente por unas políticas fiscales y monetarias más expansivas y por la depreciación efectiva del euro. Los riesgos para las perspectivas de crecimiento de la zona del euro, relacionados con factores geopolíticos, el creciente proteccionismo y las vulnerabilidades en los mercados emergentes, siguen apuntando a la baja, pero ahora son algo menos pronunciados.

Gráfico 12

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



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

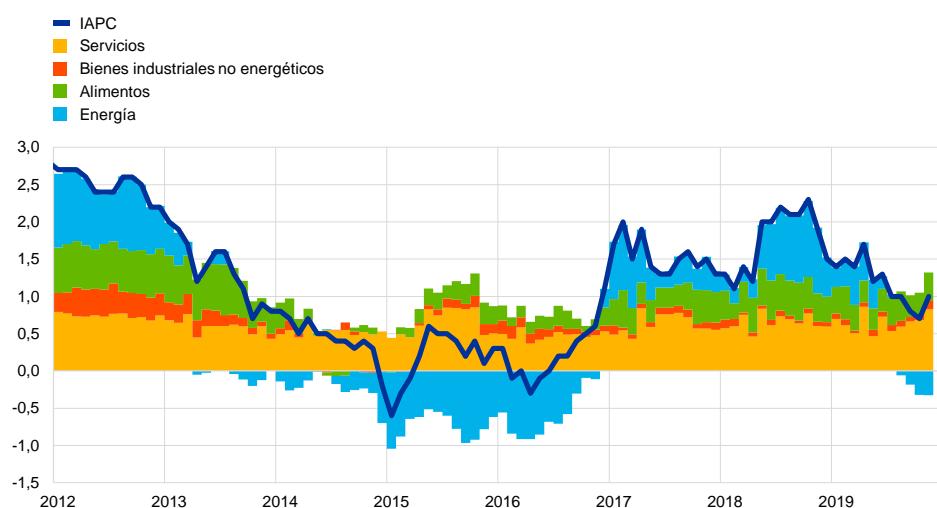
Según la estimación de avance de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro aumentó hasta el 1 % en noviembre de 2019, desde el 0,7 % de octubre, debido principalmente al incremento de la tasa de variación de los precios de los servicios y de los alimentos. Sobre la base de los precios actuales de los futuros sobre el petróleo, es probable que la inflación general registre un ligero incremento en los próximos meses. Los indicadores de las expectativas de inflación se sitúan en niveles reducidos, y los de la inflación subyacente se han mantenido, en general, en niveles moderados, si bien hay algunos indicios de un leve ascenso acorde con las expectativas anteriores. 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. Esta valoración también se refleja, en general, en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de diciembre de 2019, que sitúan la inflación anual medida por el IAPC en el 1,2 % en 2019, el 1,1 % en 2020, el 1,4 % en 2021 y el 1,6 % en 2022. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de septiembre de 2019, las perspectivas de inflación medida por el IAPC se han revisado ligeramente al alza para 2020 y levemente a la baja para 2021, sobre todo debido a las expectativas sobre la senda futura de los precios de la energía. Se espera que la inflación anual medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, se sitúe en el 1 % en 2019, el 1,3 % en 2020, el 1,4 % en 2021 y el 1,6 % en 2022.

Según la estimación de avance de Eurostat, la inflación medida por el IAPC se incrementó hasta el 1 % en noviembre, desde el 0,7 % de octubre. Esta evolución fue atribuible, principalmente, al aumento de la tasa de variación de los precios de los servicios y de los alimentos y, en menor medida, de la de los bienes industriales no energéticos, que se compensaron con creces con el ligero descenso que volvió a experimentar la inflación de la energía.

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 noviembre 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).

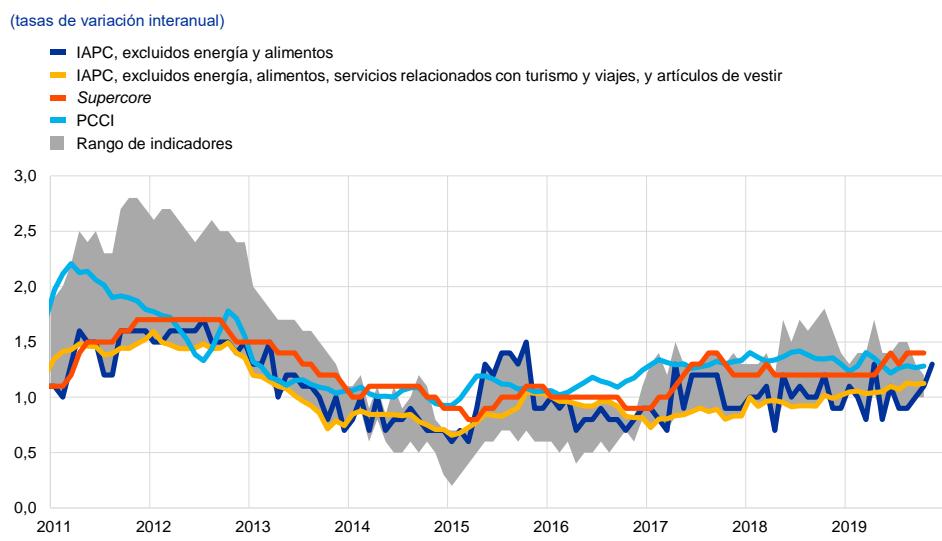
Los indicadores de la inflación subyacente se mantuvieron, en general, en niveles moderados. La inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, volvió a aumentar, hasta el 1,3 % en noviembre, desde el 1,1 % observado en octubre y el 1 % de septiembre, lo que también reflejó la desaparición gradual de los efectos a la baja asociados a los cambios metodológicos⁶. Los indicadores alternativos de la inflación subyacente que tienden a presentar menos volatilidad que la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, se han mantenido bastante estables en los últimos trimestres (datos disponibles solo hasta octubre; 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, se situó en el 1,1 % en octubre, continuando la tendencia muy gradual al alza que había comenzado a principios de 2017. Las señales procedentes de otras medidas de la inflación subyacente, como el indicador PCCI (componente persistente y común de la inflación) y el indicador Supercore (inflación «supersubyacente»)⁷, indican que persistirá la relativa estabilidad que se lleva observando varios trimestres.

⁶ Los cambios en el método de contabilización de los precios de los paquetes turísticos en Alemania tuvieron un efecto a la baja sobre la tasa de variación de los precios de los servicios y sobre la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, de la zona del euro, que ahora está desapareciendo progresivamente. 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.

⁷ 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 noviembre de 2019 para el IAPC, excluidos la energía y los alimentos (estimación de avance), y a octubre 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).

Las presiones inflacionistas latentes sobre el componente de bienes industriales no energéticos del IAPC se mantuvieron prácticamente estables en las fases posteriores de la cadena de producción. La tasa de variación interanual de los precios de producción de los bienes de consumo no alimenticio destinados a ventas interiores, que es un indicador de las presiones inflacionistas en las fases posteriores de la cadena de producción, se situó en el 0,8 % en octubre, sin variación desde julio y por encima de su media histórica. La tasa interanual correspondiente de los precios de importación disminuyó y fue del 0,5 % en octubre, frente al 0,9 % de septiembre. Los indicadores de las presiones inflacionistas en las primeras fases de la cadena de producción disminuyeron ligeramente, y la tasa de variación interanual de los precios de producción de los bienes intermedios cayó hasta el –1 % en octubre, desde el –0,7 % de septiembre, mientras que la tasa correspondiente a los precios de importación de esos bienes se redujo hasta el –0,5 % en octubre, frente al 0,4 % de septiembre. La evolución de la inflación de los precios de producción a escala mundial, excluida la energía —que registró un nuevo ligero descenso y se situó en el 1,1 % en octubre, frente al 1,2 % de septiembre— señala la disminución de las presiones inflacionistas externas.

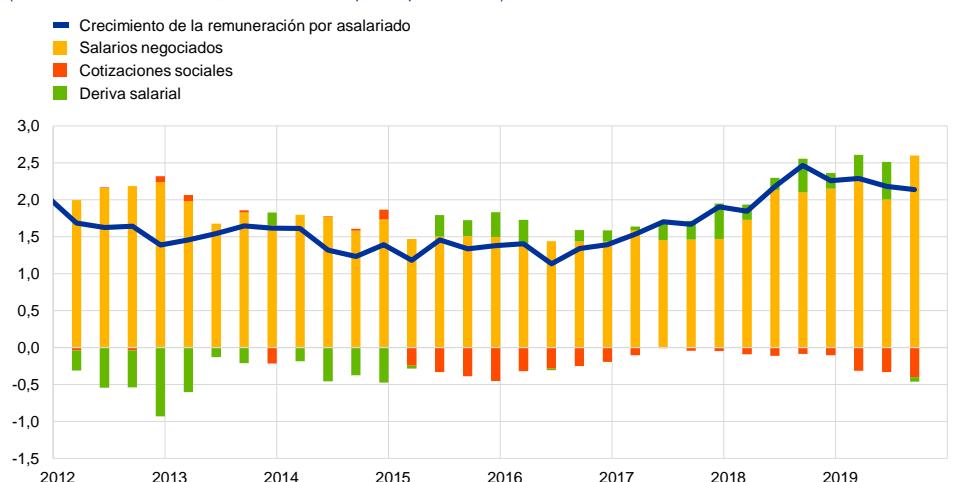
El crecimiento de los salarios ha mantenido su fortaleza. La tasa de avance interanual de la remuneración por asalariado se situó en el 2,1 % en el tercer trimestre de 2019, ligeramente por debajo del 2,2 % y del 2,3 % del segundo y primer trimestre, respectivamente (véase gráfico 15). Las cifras correspondientes a 2019 se han visto afectadas por una caída significativa de las cotizaciones sociales

en Francia⁸. La tasa de crecimiento interanual de los sueldos y salarios por trabajador, que excluye las cotizaciones sociales, fue del 2,5 % en el tercer trimestre, sin variación con respecto al segundo trimestre, tras registrar un avance del 2,6 % en el primer trimestre y del 2,3 %, en promedio, el año anterior. La tasa de crecimiento interanual de los salarios negociados en la zona del euro se situó en el 2,6 % en el tercer trimestre de 2019, frente al 2 % observado en el segundo. Este incremento se debió, principalmente, a los pagos extraordinarios efectuados en el sector manufacturero en Alemania. Si se analizan los distintos indicadores y los factores transitorios, el crecimiento salarial ha mostrado un comportamiento, en general, estable desde mediados de 2018, con niveles en torno a sus medias históricas o levemente superiores.

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 tercer trimestre de 2019.

Los indicadores de mercado de las expectativas de inflación a largo plazo se han mantenido en niveles muy reducidos, y las basadas en indicadores de opinión también se sitúan en mínimos históricos. Los indicadores de mercado de las expectativas de inflación se mantuvieron prácticamente estables durante el período analizado, fluctuando justo por encima de los nuevos mínimos históricos de principios de octubre de 2019. El tipo *swap* de inflación a cinco años dentro de cinco años se situó en el 1,25 % el 11 de diciembre de 2019, aproximadamente el mismo nivel que cuando se celebró la reunión de política monetaria del Consejo de Gobierno de septiembre. Con todo, la probabilidad de deflación basada en datos de mercado siguió siendo reducida, lo que indica un punto de inflexión en la tendencia al alza observada en 2019. En general, el perfil a futuro de los indicadores de mercado de las expectativas de inflación sigue señalando un período prolongado de baja inflación. Las expectativas de inflación a largo plazo basadas en indicadores de opinión también se sitúan en mínimos históricos según la encuesta del BCE a expertos en previsión económica (EPE) correspondiente al cuarto trimestre de 2019,

⁸ Para un análisis, véase el recuadro 5 de este Boletín Económico.

así como a tenor de las encuestas de Consensus Economics y del Barómetro de la Zona del Euro publicadas en noviembre.

Gráfico 16

Indicadores de mercado de las expectativas de inflación



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

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

Según las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema de diciembre de 2019, la inflación subyacente aumentará a medio plazo. Estas proyecciones, que se basan en la información disponible a finales de noviembre, sitúan la inflación media medida por el IAPC general en el 1,2 % en 2019, el 1,1 % en 2020, el 1,4 % en 2021 y el 1,6 % en 2022, frente al 1,2 %, el 1 % y el 1,5 % para los años 2019, 2020 y 2021, respectivamente, que se preveían en las proyecciones macroeconómicas del BCE de septiembre de 2019 (véase gráfico 17). Las revisiones se debieron, sobre todo, a la senda futura esperada de los precios de la energía, que se ha revisado al alza para 2020, pero a la baja para 2021, como consecuencia de la subida de los precios del petróleo a corto plazo y de la pendiente algo más descendente de la curva de futuros sobre el precio del petróleo. Tras experimentar un incremento moderado al final de 2019, la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, registrará altibajos en torno al 1,3 % a lo largo de 2020 y aumentará hasta situarse en el 1,4 % en 2021 y el 1,6 % en 2022. Se espera que la senda ascendente de la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, esté respaldada por el fortalecimiento de la actividad económica, por el crecimiento relativamente sólido de los salarios en un contexto de tensiones en los mercados de trabajo y por la recuperación de los márgenes a medida que la actividad recobre impulso, favorecida, entre otros factores, por las medidas de política monetaria adoptadas por el BCE en septiembre de 2019. También se espera que la subida de los precios de las materias primas no energéticas sostenga en cierto modo la inflación medida por el IAPC, excluida la energía y los alimentos.

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 Eurosistema para la zona del euro de diciembre de 2019](#)», publicado en el sitio web del BCE el 12 de diciembre de 2019.

Notas: Las últimas observaciones corresponden al tercer trimestre de 2019 (datos observados) y al cuarto trimestre de 2022 (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 27 de noviembre de 2019.

5

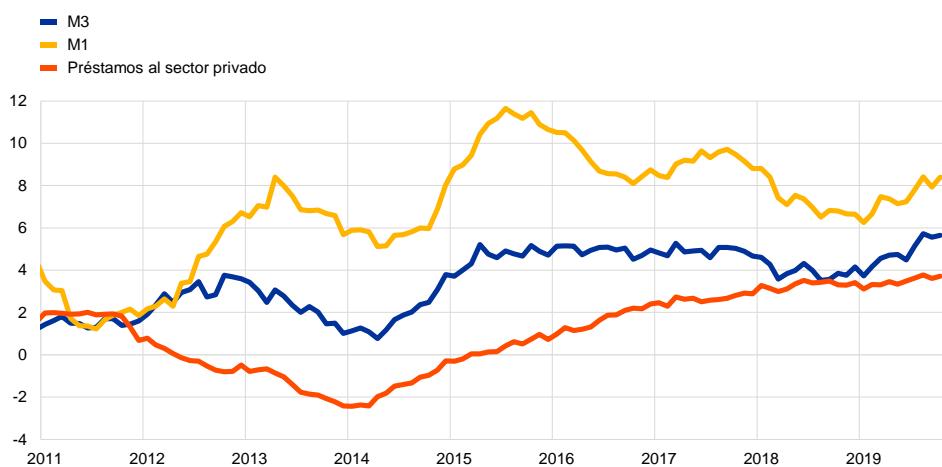
Dinero y crédito

En octubre de 2019, el crecimiento interanual del agregado monetario amplio continuó siendo robusto, mientras que los préstamos al sector privado siguieron recuperándose gradualmente. La solidez del crecimiento de M3 reflejó principalmente el muy bajo coste de oportunidad de mantener dinero. 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 se incrementaron en el tercer trimestre de 2019, tras el vigoroso avance que ya registraron en el trimestre anterior. Las condiciones de los mercados de renta fija siguen apoyando las emisiones de estos valores.

El agregado monetario amplio creció a un ritmo sólido en octubre. La tasa de crecimiento interanual de M3 se mantuvo sin variación en el 5,6 % en octubre (véase gráfico 18), superando ligeramente la tasa de alrededor del 5 % observada entre 2015 y 2018, cuando las compras netas de activos en el marco del programa de compra de activos (APP) eran positivas. El avance del agregado monetario amplio se vio respaldado por el muy bajo coste de oportunidad de mantener instrumentos monetarios, mientras que el debilitamiento del crecimiento económico actuó de lastre. La configuración de los tipos de interés también está afectando a la composición de M3, ya que incentiva la concentración de volúmenes en los instrumentos más líquidos. Por tanto, como en los trimestres anteriores, el crecimiento de M3 continuó estando impulsado por el agregado monetario estrecho M1, que incluye los depósitos a la vista y el efectivo en circulación. La tasa de crecimiento interanual de M1 se incrementó en octubre hasta situarse en el 8,4 %, frente al 7,8 % de septiembre, prolongando así la recuperación observada desde que comenzó el año.

Gráfico 18**M3, M1 y préstamos al sector privado**

(tasas de variación interanual; datos ajustados de efectos estacionales y de calendario)



Fuente: BCE.

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

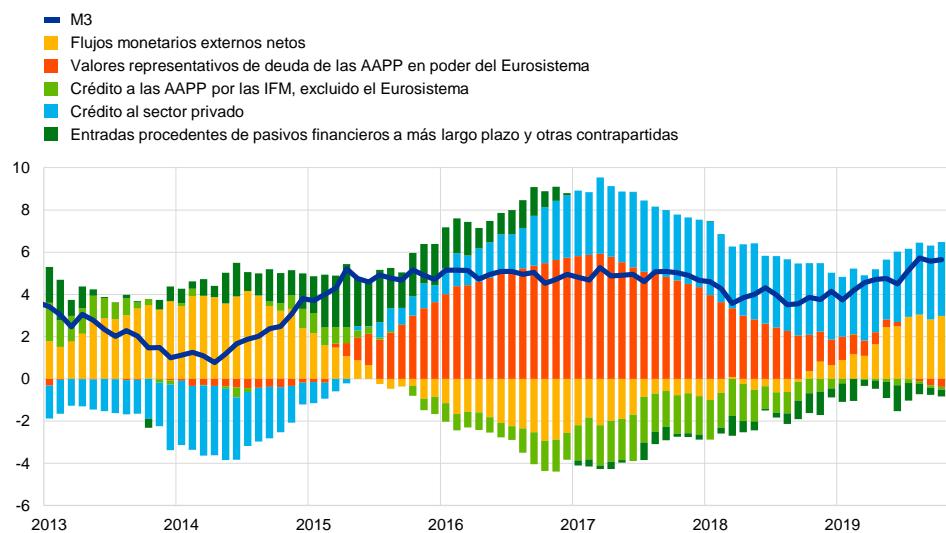
Los depósitos a la vista fueron los que más contribuyeron al crecimiento monetario. La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a la vista siguió aumentando y se situó en el 9 % en octubre, frente al 8,5 % de septiembre. La estabilidad que mostró la evolución del efectivo en circulación no apunta a una sustitución acelerada de los depósitos por efectivo en el entorno de tipos de interés negativos. Los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista (es decir, M2 menos M1) contribuyeron positivamente al avance de M3 en octubre, lo que fue atribuible sobre todo al crecimiento más acusado de los depósitos de ahorro. Al mismo tiempo, los instrumentos negociables (es decir, M3 menos M2) volvieron a contribuir de forma ligeramente negativa al crecimiento del agregado monetario amplio, como consecuencia de su remuneración relativamente reducida.

El crédito al sector privado continuó siendo la principal fuente de creación de dinero en octubre. El crédito al sector privado contribuyó de forma sustancial al crecimiento del agregado monetario amplio (véase la parte de color azul de las barras del gráfico 19). No obstante, la aceleración del crecimiento de M3 desde principios de 2019 se debe fundamentalmente a la evolución de los flujos monetarios externos (véase la parte de color amarillo de las barras del gráfico 19). Esta evolución refleja el mayor interés por parte de los inversores extranjeros por los activos de la zona del euro. Al mismo tiempo, la finalización de las compras netas de activos en el marco del APP a finales de 2018 hizo que la contribución de los valores representativos de deuda de las Administraciones Públicas en poder del Eurosistema fuera marginal (véase la parte de color rojo de las barras del gráfico 19). Además, el lastre de los pasivos financieros a más largo plazo continuó siendo ligero (véase la parte de color verde oscuro de las barras del gráfico 19).

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 octubre de 2019.

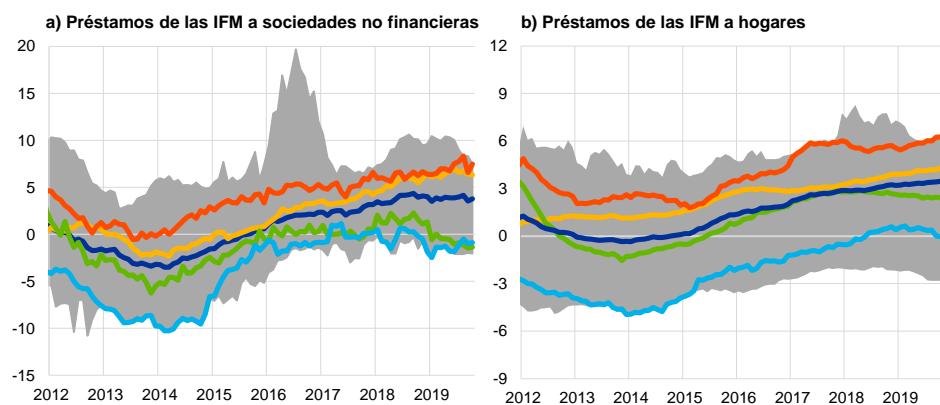
La tasa de crecimiento interanual de los préstamos al sector privado repuntó ligeramente, afianzando su recuperación gradual. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM al sector privado (ajustados de titulizaciones, otras transferencias y centralización nocial de tesorería [*notional cash pooling*]) aumentó ligeramente en octubre, hasta el 3,7 %, frente al 3,6 % registrado en septiembre (véase gráfico 18). Esta evolución obedeció principalmente al incremento de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a sociedades no financieras, que se situó en el 3,8 % en octubre, en comparación con el 3,6 % de septiembre, afianzando así su estabilización en niveles en torno al 4 % desde mediados de 2018. El crédito a empresas del sector servicios (incluidas las que prestan servicios inmobiliarios) explica la mayor parte del avance de los préstamos a sociedades no financieras. El crecimiento interanual de los préstamos a hogares continuó su gradual tendencia al alza, ayudado en particular por unas condiciones de concesión de crédito favorables y por la evolución positiva del mercado de la vivienda. La tasa de crecimiento interanual de estos préstamos se incrementó ligeramente en octubre, hasta el 3,5 %, frente al 3,4 % registrado en septiembre. El avance de los préstamos a empresas y a hogares sigue caracterizándose por una considerable heterogeneidad entre países (véase gráfico 20), que refleja, entre otros aspectos, diferencias de crecimiento económico a lo largo del tiempo entre unos países y otros, variaciones en la disponibilidad de otras fuentes de financiación, el nivel de endeudamiento de los hogares y las sociedades no financieras, así como disparidades en la evolución de los precios de la vivienda en los distintos países.

Gráfico 20

Préstamos de las IFM 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. En el caso de las sociedades no financieras también se han ajustado de centralización nocial de tesorería (*national 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 octubre de 2019.

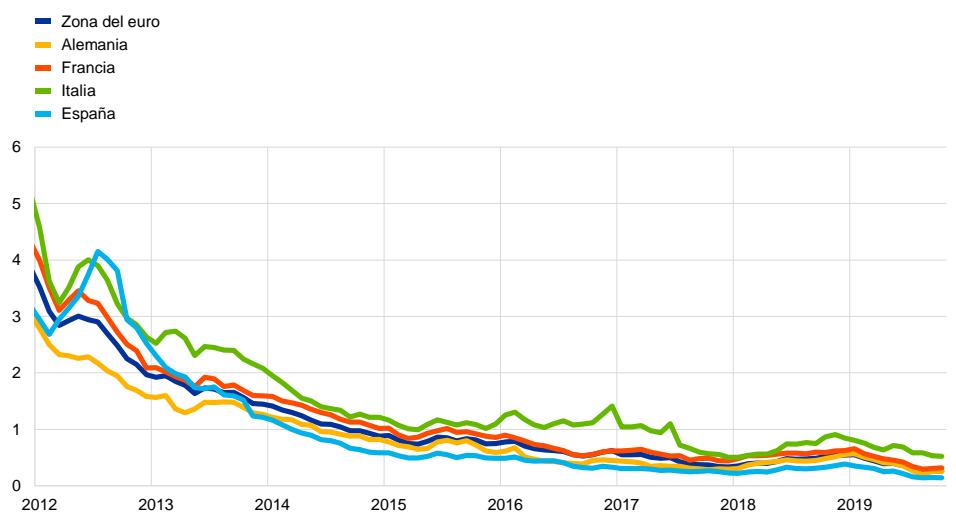
Las condiciones de financiación de la deuda de las entidades de crédito han seguido siendo favorables. El coste sintético de la financiación de la deuda de las entidades de crédito de la zona del euro, que ha disminuido desde comienzos del año en línea con los tipos de interés del mercado, se mantuvo en niveles muy bajos en el tercer trimestre de 2019 (véase gráfico 21). Esta evolución refleja una considerable caída tendencial en la rentabilidad de los bonos bancarios, aunque, desde septiembre, los rendimientos de los bonos han registrado un ligero repunte, como consecuencia de un aumento más amplio de los tipos de interés libres de riesgo. Al mismo tiempo, los tipos de interés de los depósitos de las entidades de crédito de la zona del euro se situaron en nuevos mínimos históricos en octubre. Si bien la evolución de los costes de financiación de la deuda de las entidades fue muy paralela en los países más grandes de la zona del euro, debido a las medidas de política monetaria del BCE, el nivel de los costes de financiación de los bancos continuó siendo heterogéneo. En sus respuestas a la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de octubre de 2019 llevada a cabo por el BCE, las entidades de la zona indicaron que esperaban que la reanudación de las compras netas de activos en el marco del APP facilitara una relajación adicional de las condiciones de financiación en los mercados, contribuyendo así a mejorar las condiciones que aplican a los préstamos. Además, la presión a la baja sobre los márgenes crédito-depósito de las entidades de la zona del euro, que ejerce un impacto moderador sobre la rentabilidad bancaria, se está viendo compensada por un aumento de los volúmenes de préstamo, y el efecto global sobre el margen de intereses (como producto de los márgenes y los volúmenes de préstamo) ha sido ligeramente positivo. 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 en términos internacionales e históricos, y esto puede dificultar la capacidad de las entidades de crédito para intermediar y transmitir las señales de la política monetaria. En este entorno, algunas de las medidas de política monetaria no convencionales introducidas recientemente por el BCE, como las operaciones TLTRO III y el sistema de dos tramos para la remuneración de las reservas, están orientadas a respaldar la intermediación de los bancos.

Gráfico 21

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

(coste sintético de la financiación mediante depósitos y mediante deuda no garantizada; porcentajes)



Fuentes: BCE, Markit iBoxx y cálculos del BCE.

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

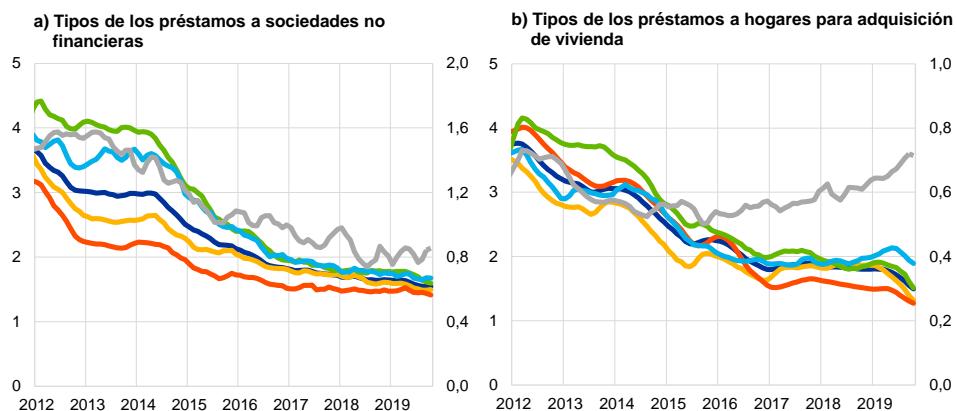
Los favorables tipos de interés de los préstamos continúan respaldando el crecimiento económico. En los últimos meses, los tipos de interés sintéticos de los préstamos bancarios otorgados a las sociedades no financieras se han mantenido prácticamente sin variación, en consonancia con la evolución de los tipos de interés de referencia del mercado, mientras que los tipos equivalentes de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda han seguido reduciéndose. En octubre de 2019, el tipo de interés sintético de los préstamos bancarios concedidos a las sociedades no financieras (véase gráfico 22) se situó en el 1,56 %, ligeramente por encima de su mínimo histórico, mientras que el de los préstamos para adquisición de vivienda cayó a un nuevo mínimo histórico del 1,44 % (véase gráfico 22). Las presiones competitivas y los costes más favorables de la financiación de las entidades de crédito han reducido los tipos de interés de los préstamos otorgados a las sociedades no financieras y a los hogares de la zona del euro. En conjunto, los tipos sintéticos de los préstamos bancarios a sociedades no financieras y a hogares para adquisición de vivienda han disminuido considerablemente desde que el BCE anunció medidas de expansión crediticia en junio de 2014 y, entre mayo de 2014 y octubre de 2019, descendieron en torno a 140 y 150 puntos básicos, respectivamente.

Gráfico 22

Tipos de interés sintéticos de los préstamos en una selección de países de la zona del euro

(porcentajes; medias móviles de tres meses)

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



Fuente: BCE.

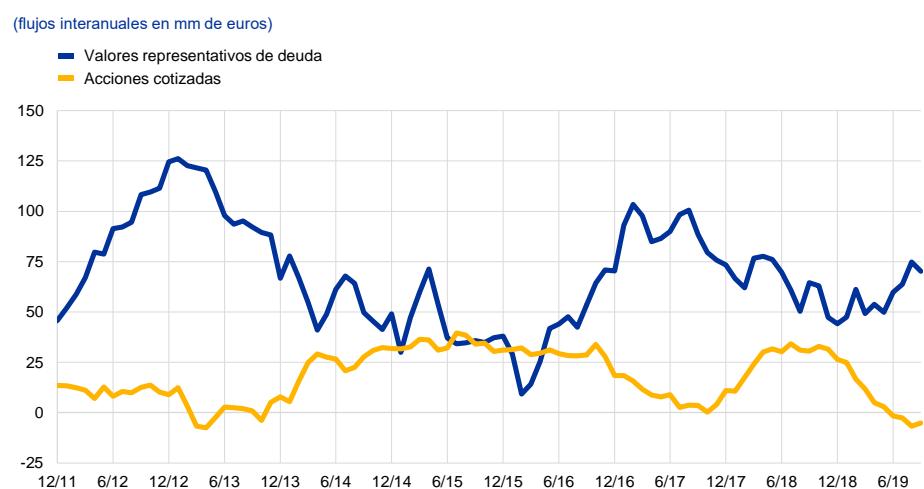
Notas: El indicador del coste total de financiación bancaria se calcula agregando los tipos de interés a corto y a largo plazo utilizando una media móvil de 24 meses del volumen de nuevas operaciones. La desviación típica entre países se calcula sobre una muestra fija de doce países de la zona del euro.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

El flujo interanual total de financiación externa de las sociedades no financieras de la zona del euro continuó siendo sólido en el tercer trimestre de 2019. En conjunto, como las condiciones de financiación son favorables, los flujos de financiación mediante deuda de las sociedades no financieras han resistido con bastante fuerza a la debilidad económica actual. A este respecto, de acuerdo con la [Encuesta sobre el acceso de las empresas a la financiación en la zona del euro \(SAFE\)](#), las pequeñas y medianas empresas, que dependen fundamentalmente de las entidades de crédito para su financiación, señalan que estas mantienen su disposición a concederles crédito. La financiación externa concedida a las empresas repuntó en el tercer trimestre de 2019, favorecida por los bajos costes —cada vez menores— de los instrumentos de financiación. En el citado trimestre, las emisiones netas de valores representativos de deuda por parte de las sociedades no financieras se incrementaron, por lo que la actividad emisora en el período transcurrido de 2019 se situó próxima a niveles históricos. Este incremento se produjo en un contexto de recuperación gradual del crédito total a las sociedades no financieras —incluidos los préstamos de las IFM— y de mejora adicional de las condiciones de financiación mediante bonos corporativos, que fue más acusada que la mejora de las condiciones de los préstamos bancarios. Desde una perspectiva de medio plazo, como consecuencia de la recuperación de las emisiones de valores representativos de deuda en 2019, en septiembre, los flujos interanuales de emisiones netas retornaron a los niveles registrados en la primavera de 2018 y se situaron muy por encima del mínimo de diciembre de 2018 (véase gráfico 23). Las emisiones netas de acciones cotizadas fueron positivas en septiembre, pero se mantuvieron negativas en el conjunto del tercer trimestre de 2019, debido a la

escasa actividad de fusiones y adquisiciones y al aumento del coste de financiación mediante acciones durante ese período. Datos de mercado recientes sugieren que las emisiones netas de valores representativos de deuda continuaron siendo elevadas en octubre y en noviembre de 2019, dominadas todavía por los emisores con calificación de grado de inversión, aunque las emisiones de alta rentabilidad también se incrementaron.

Gráfico 23

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 septiembre de 2019.

En septiembre de 2019, el coste de financiación de las sociedades no financieras se mantuvo próximo al 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 septiembre. Esta cifra supone un incremento de 9 puntos básicos con respecto a abril, cuando el coste de financiación se situó en un mínimo histórico, pero sigue siendo muy favorable. Se estima que, a finales de noviembre, el coste total de la financiación habría permanecido prácticamente sin variación con respecto a septiembre. Esto refleja un coste ligeramente inferior de las acciones, que se vio contrarrestado por un coste algo más elevado de los valores de renta fija. El menor coste estimado de las acciones obedeció, sobre todo, a la disminución de las primas de riesgo, respaldada, a su vez, por la mejora de la percepción global del riesgo. Por otra parte, el leve incremento del coste de los valores de renta fija fue atribuible al aumento de los tipos de interés libres de riesgo, aunque los diferenciales de los bonos corporativos se redujeron en el mismo período.

6

Evolución de las finanzas públicas

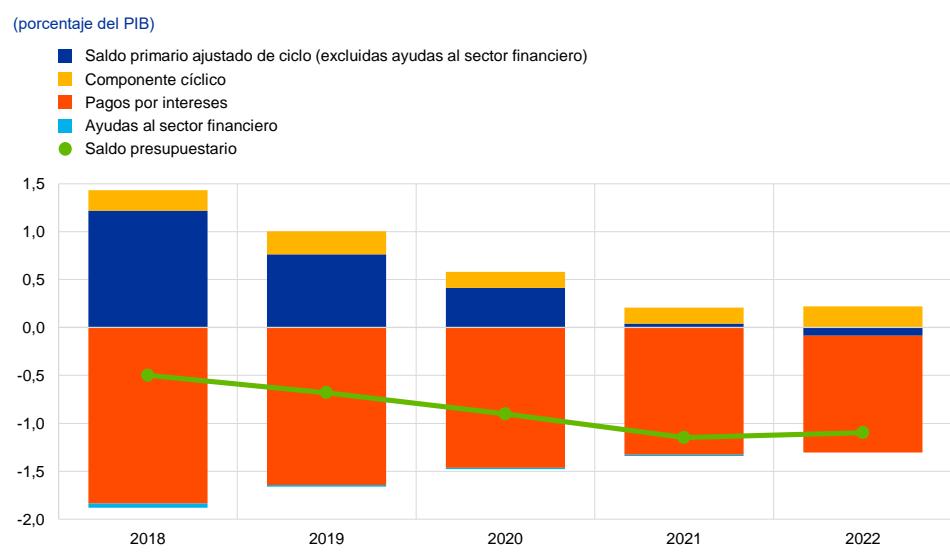
Se prevé que el déficit presupuestario de la zona del euro aumente de forma continuada durante el periodo 2019-2021 como consecuencia de la disminución de los superávits primarios. La reducción del saldo primario refleja principalmente la orientación expansiva proyectada de la política fiscal, que respalda la actividad económica. Se espera que la deuda pública en relación con el PIB de la zona del euro se mantenga en una senda descendente, debido a un diferencial tipo de interés-crecimiento favorable y a un saldo primario que, aunque está disminuyendo, todavía es positivo. Sin embargo, en algunos países los niveles de deuda continúan siendo elevados, por lo que sus Gobiernos deben aplicar políticas prudentes y cumplir los objetivos de saldo estructural, lo que contribuirá a crear las condiciones para que los estabilizadores automáticos puedan actuar libremente. En vista del debilitamiento de las perspectivas económicas, los Gobiernos con margen de maniobra fiscal han de estar preparados para actuar de manera eficaz y oportuna.

A tenor de las proyecciones, el saldo presupuestario de las Administraciones Públicas de la zona del euro disminuirá de forma continuada durante 2019-2021 y se estabilizará en 2022⁹. Según las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosystema de diciembre de 2019, la ratio de déficit de las Administraciones Públicas de la zona del euro se incrementó desde el 0,5 % del PIB en 2018 hasta el 0,7 % del PIB en 2019. Se prevé que el déficit continúe aumentando en 2020 y 2021, y que se estabilice posteriormente en el 1,1 % del PIB (véase gráfico 24). La disminución del saldo presupuestario en 2019-2021 obedece principalmente a la reducción del saldo primario ajustado de ciclo, que se contrarrestará, en cierta medida, con el menor gasto por intereses, mientras que el componente cíclico se mantiene en gran parte inalterado durante el horizonte de proyección.

⁹ Véanse las «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosystema para la zona del euro, diciembre de 2019», publicadas en el sitio web del BCE el 12 de diciembre de 2019.

Gráfico 24

Saldo presupuestario y sus componentes



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

Las perspectivas fiscales de la zona del euro para 2020-2021 implican una orientación algo más expansiva de la política fiscal que la de las proyecciones de los expertos del BCE de septiembre de 2019. Tras una ligera revisión al alza en 2019, la reducción del saldo presupuestario en 2020 y 2021 refleja la relajación adicional de la política fiscal, mientras que las proyecciones relativas al componente cíclico y a los pagos por intereses se mantienen prácticamente inalteradas.

Se considera que la orientación general de la política fiscal de la zona del euro será expansiva en 2019-2021 y prácticamente neutral en 2022¹⁰. Según las estimaciones, la orientación de la política fiscal se relajará en 2019 y se prevé que siga siendo expansiva en 2020 y 2021, apoyando así la actividad económica. Esto se debe, fundamentalmente, a los recortes de los impuestos directos en Francia y en los Países Bajos, al aumento de las transferencias y de la inversión pública en Italia y Alemania, y al mayor consumo público en Alemania, Países Bajos y España. Se prevé que la orientación de la política fiscal sea prácticamente neutral en 2022, con nuevas reducciones limitadas de los impuestos directos en Francia e incrementos del gasto en Alemania y España

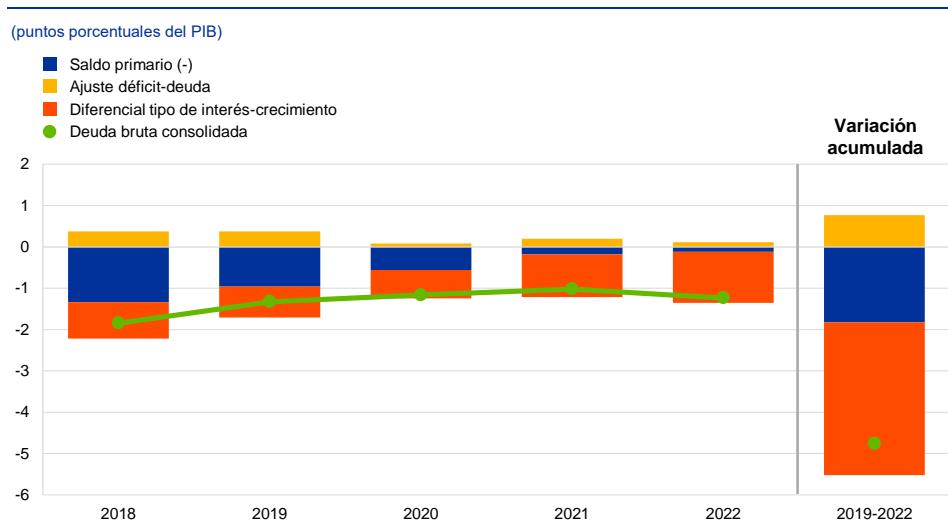
Se prevé que la ratio agregada de deuda pública en relación con el PIB de la zona del euro se mantenga en una senda descendente. Según las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosystema de diciembre de 2019, la deuda agregada de las Administraciones Pùblicas en relación con el PIB de la zona del

¹⁰ 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 pùblicas al ciclo económico. Esta orientación se mide como la variación del saldo primario ajustado de ciclo, excluidas las ayudas pùblicas 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.

euro descenderá desde el 85,8 % de 2018¹¹ hasta el 81,1 % del PIB en 2022. Esta reducción se sustenta en un diferencial tipo de interés-crecimiento favorable¹² y en unos superávits primarios que, sin embargo, están disminuyendo (véase gráfico 25). En comparación con las proyecciones de septiembre de 2019, se prevé que la ratio de deuda siga una senda ligeramente ascendente, debido a las revisiones al alza de los datos históricos (0,5 % del PIB en 2018), a unos superávits primarios proyectados más bajos y a unos diferenciales tipo de interés-crecimiento menos favorables en 2020-2021.

Gráfico 25

Factores determinantes de la variación de la deuda pública



Fuentes: BCE y proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosystema de diciembre de 2019.

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

Aunque se prevé que la ratio de deuda disminuya en la mayoría de los países de la zona del euro, en algunos seguirá superando considerablemente el valor de referencia del 60 % del PIB. En aquellos países en los que la deuda pública sigue siendo elevada, 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. Los Gobiernos con margen de maniobra fiscal deben estar preparados para actuar de manera eficaz y oportuna, en vista del debilitamiento de las perspectivas económicas y de la persistencia de pronunciados riesgos a la baja. Asimismo, todos los países deberían intensificar sus esfuerzos para lograr una composición de las finanzas públicas más favorable al crecimiento.

¹¹ 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.

¹² 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.