

# Evolución económica y monetaria

## Resumen

La información disponible desde la última reunión del Consejo de Gobierno, celebrada a principios de diciembre, es acorde con su escenario de referencia, que contempla un crecimiento continuado, aunque moderado, de la economía de la zona del euro. En particular, la debilidad del sector manufacturero sigue frenando el impulso del crecimiento de la zona del euro. Al mismo tiempo, pese a su menor ritmo, el avance actual del empleo y el aumento de los salarios continúan apoyando la resiliencia de la economía de la zona. Los riesgos para las perspectivas de crecimiento de la zona del euro, relacionados con factores geopolíticos, el incremento del proteccionismo y las vulnerabilidades en los mercados emergentes, siguen apuntando a la baja, aunque ahora son menos pronunciados porque parte de la incertidumbre acerca del comercio internacional está disminuyendo. Aunque la evolución de la inflación se mantiene, en general, débil, existen señales de un alza moderada de la inflación subyacente en línea con las expectativas. En este contexto, el Consejo de Gobierno decidió mantener sin variación la orientación de la política monetaria en la reunión celebrada el 23 de enero de 2020. Las medidas de política monetaria que se están aplicando están apoyando unas condiciones de financiación favorables para todos los sectores de la economía. En particular, la mejora de las condiciones de financiación para las empresas y los hogares está respaldando el gasto en consumo y la inversión empresarial. Ello sostendrá la expansión de la zona del euro, la acumulación de presiones inflacionistas internas y, por consiguiente, la sólida convergencia de la inflación hacia el objetivo a medio plazo del Consejo de Gobierno.

La actividad económica mundial sigue siendo moderada, aunque se observan indicios de estabilización. Concretamente, la actividad del sector manufacturero a nivel mundial se afianzó en el último trimestre de 2019, mientras que la de los servicios se mantuvo estable en general. El comercio mundial continúa siendo débil, en un contexto de señales de estabilización. El acuerdo comercial preliminar entre China y Estados Unidos ha relajado las tensiones comerciales, lo que debería contribuir a eliminar los obstáculos para el crecimiento del comercio. De cara al futuro se espera que las presiones inflacionistas globales se mantengan contenidas, mientras que el balance de riesgos para la actividad económica mundial sigue sesgado a la baja, si bien los riesgos son menos pronunciados.

Desde la reunión del Consejo de Gobierno de diciembre de 2019, los movimientos de los mercados financieros de la zona del euro han sido limitados y los precios de los activos continúan respaldados por la orientación acomodaticia de la política monetaria y por la mejora en la percepción de los riesgos ante la relajación adicional de las tensiones comerciales. Los tipos de interés libres de riesgo a largo plazo se mantienen sin variación, en general, y la curva de tipos *forward* del eonia se ha desplazado ligeramente al alza, lo que continúa indicando que los mercados esperan que el tipo de interés de la facilidad de depósito no se modifique en los

próximos meses. Los diferenciales de deuda soberana apenas han variado durante este período. Los precios de las acciones han aumentado, en un entorno de primas de riesgo más bajas, y los diferenciales de los valores de renta fija privada han registrado un ligero descenso. En los mercados de divisas, el tipo de cambio efectivo del euro se ha debilitado levemente.

El PIB real de la zona del euro aumentó un 0,3 %, en términos intertrimestrales, en el tercer trimestre de 2019, tras registrar un crecimiento del 0,2 % en el segundo trimestre. Este perfil de crecimiento moderado refleja la actual debilidad del comercio internacional en un contexto de prolongadas incertidumbres a escala mundial, que ha afectado, en particular, al sector manufacturero de la zona del euro y que también ha frenado el avance de la inversión. Paralelamente, el sector servicios y la construcción mantienen mayor capacidad de resistencia, pese a que mostraron cierta moderación en el segundo semestre de 2019. Los últimos datos económicos y los resultados de las encuestas más recientes apuntan a una cierta estabilización de la evolución del crecimiento en la zona del euro, ya que se espera que las tasas a corto plazo sean similares a las observadas en trimestres anteriores. 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 aumentos de los salarios, por la orientación moderadamente expansiva de las políticas fiscales en la zona del euro y por el avance continuado, aunque algo menor, de la actividad mundial.

La inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro aumentó hasta el 1,3 % en diciembre de 2019, frente al 1 % de noviembre, como reflejo fundamentalmente de la mayor tasa de avance de los precios de la energía. Si se tienen en cuenta los precios actuales de los futuros sobre el petróleo, es probable que la inflación general se mantenga en torno a los niveles actuales en los próximos meses. Aunque los indicadores de las expectativas de inflación siguen situados en niveles reducidos, recientemente se han estabilizado o han registrado un ligero aumento. Las medidas de la inflación subyacente se han mantenido contenidas, en general, si bien hay nuevos indicios de un leve ascenso, en línea 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.

En lo que respecta a la evolución monetaria, el crecimiento del agregado monetario amplio (M3) se situó en el 5,6 % en noviembre de 2019, prácticamente sin variación desde agosto. El avance de M3 sigue estando respaldado por la creación de crédito bancario, y el agregado monetario estrecho (M1) volvió a ser el componente que más contribuyó a su crecimiento. El crecimiento de los préstamos a empresas y a hogares mantuvo su solidez, favorecido por el respaldo continuado de la orientación acomodaticia de la política monetaria del BCE, que se refleja en los niveles muy reducidos de los tipos de interés de los préstamos bancarios. Aunque la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a hogares se mantuvo en el 3,5 % en

noviembre, sin variación con respecto a octubre, la tasa de avance interanual de los préstamos a sociedades no financieras se redujo hasta el 3,4 %, desde el 3,8 % registrado en octubre, posiblemente por la reacción retardada a la reciente ralentización de la economía. No obstante, los criterios de concesión de préstamos a empresas y de préstamos a hogares para adquisición de vivienda se mantuvieron prácticamente sin variación, lo que indica que las condiciones de oferta de crédito siguen siendo favorables. La orientación acomodaticia de la política monetaria del Consejo de Gobierno contribuirá a salvaguardar unas condiciones de financiación bancaria favorables y seguirá respaldando el acceso a la financiación de todos los sectores económicos y, en particular, de las pequeñas y medianas empresas.

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

Basándose en esta valoración, el Consejo de Gobierno decidió mantener sin variación los tipos de interés oficiales del BCE y espera que continúen en los niveles actuales, o en niveles inferiores, hasta que se observe una convergencia sólida de las perspectivas de inflación hacia un nivel suficientemente próximo, aunque inferior, al 2 % en el horizonte de proyección y dicha convergencia se haya reflejado de forma consistente en la evolución de la inflación subyacente.

El Consejo de Gobierno confirmó que seguirá realizando adquisiciones netas 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. Espera que continúen durante el tiempo que sea necesario para reforzar el impacto acomodaticio de los tipos oficiales del BCE y que finalicen poco antes de que comience a subir los tipos de interés oficiales del BCE.

El Consejo de Gobierno tiene también la intención de seguir reinvertiendo íntegramente el principal de los valores adquiridos en el marco del APP que vayan venciendo durante un período prolongado tras la fecha en la que comience a subir los tipos de interés oficiales del BCE y, en todo caso, durante el tiempo que sea necesario para mantener unas condiciones de liquidez favorables y un amplio grado de acomodación monetaria.

Habida cuenta de la persistencia de unas perspectivas de inflación moderadas, 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. Las indicaciones sobre la orientación futura de la política monetaria del Consejo de Gobierno asegurarán un ajuste de las condiciones financieras acorde con la evolución de las perspectivas de inflación. En cualquier caso, 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.

El Consejo de Gobierno también decidió iniciar una revisión de la estrategia de política monetaria del BCE. La revisión comprenderá la formulación cuantitativa de

la estabilidad de precios, el conjunto de los instrumentos de política monetaria, el análisis económico y monetario, y las prácticas de comunicación. También incluirá otros aspectos, como la estabilidad financiera, el empleo y la sostenibilidad medioambiental, y se espera que concluya antes del final de 2020. La revisión se basará en análisis exhaustivos y en la apertura de miras. En consecuencia, el Eurosystema solicitará la participación de todas las partes interesadas.

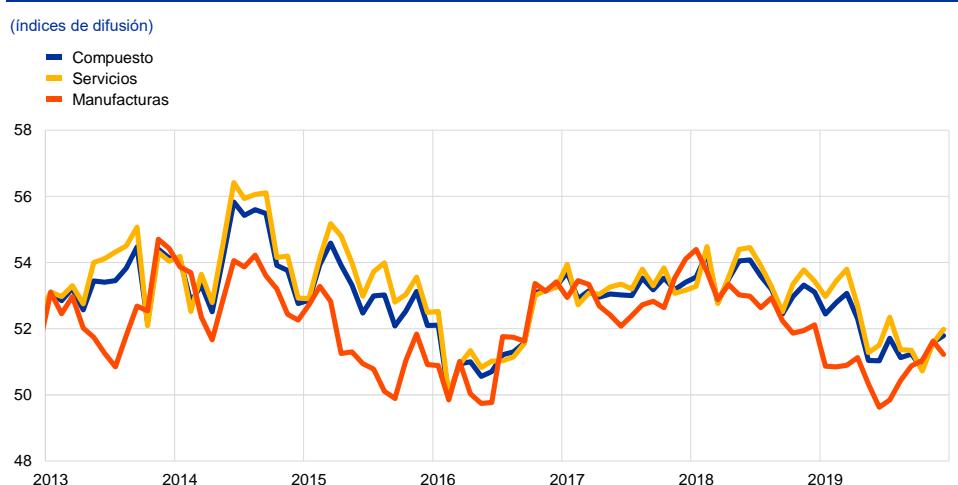
# 1

## Entorno exterior

**Las perspectivas para la actividad económica mundial (excluida la zona del euro) siguen siendo débiles, aunque se han observado indicios de estabilización.** El índice de directores de compras (PMI, por sus siglas en inglés) compuesto global de producción, excluida la zona del euro, avanzó moderadamente en diciembre. En particular, el componente de manufacturas se recuperó en el cuarto trimestre, lo que señala un afianzamiento de la actividad manufacturera mundial, que había perdido fuerza de forma paulatina desde principios de 2018. El sector servicios mantuvo su fortaleza y volvió a crecer en diciembre (véase gráfico 1).

**Gráfico 1**

PMI global de producción (excluida la zona del euro)



Fuentes: Markit y cálculos del BCE.

Notas: Las últimas observaciones corresponden a diciembre de 2019.

**Los riesgos para las perspectivas mundiales continúan siendo elevados, pero están menos sesgados a la baja.** El acuerdo comercial parcial entre Estados Unidos y China representa una oportuna relajación de las tensiones comerciales. El denominado acuerdo de «Fase 1» incluye el compromiso de China de adquirir una cantidad sustancial de una amplia variedad de productos agrícolas y de otros bienes y servicios de Estados Unidos, lo que puede repercutir en la demanda de exportaciones de la UE a China. También aspira a propiciar cambios en ámbitos que van desde la política cambiaria hasta la protección de la propiedad intelectual y la transferencia de tecnología. El representante de Comercio de Estados Unidos aclaró que algunos de los aranceles actualmente vigentes se reducirán, a la mitad en el caso de los que entraron en vigor en septiembre de 2019, mientras que los que debían comenzar a aplicarse en diciembre de 2019 se aplazarán indefinidamente. Además, China ha renunciado a aplicar los aranceles que iban a entrar en vigor junto con los estadounidenses previstos para diciembre, y seguirá sin tomar represalias arancelarias sobre los automóviles de fabricación estadounidense y sus componentes.

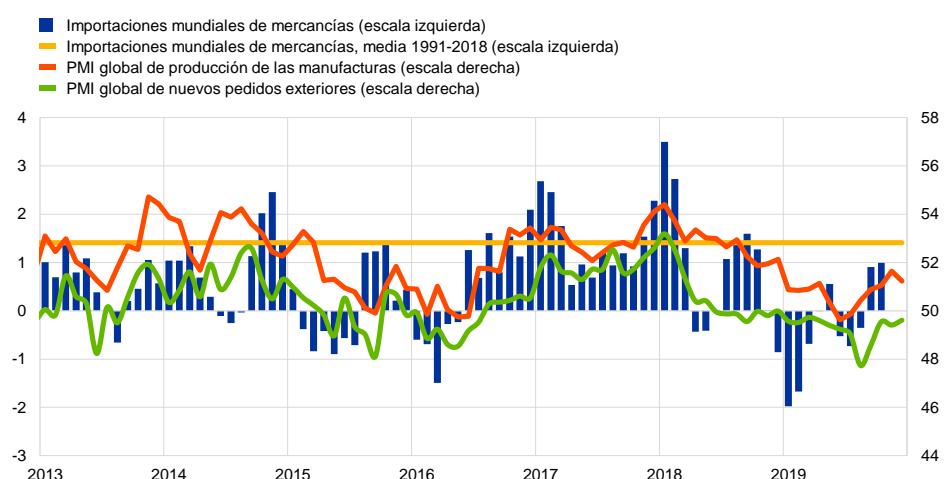
**Las condiciones financieras continuaron relajándose, como consecuencia de la disminución de las tensiones comerciales.** Las condiciones financieras siguen siendo muy holgadas en términos históricos. En las economías avanzadas, esta dinámica obedece, en parte, a la excepcional respuesta de los bancos centrales a la Gran Recesión de 2007-2009, así como a la evolución relativamente débil de la economía mundial en los últimos años. En los mercados emergentes, las condiciones financieras también continúan siendo acomodaticias, pero no se han relajado en la misma medida, debido a la fortaleza generalizada del dólar estadounidense. En 2020, las condiciones de financiación se verán favorecidas por unas expectativas de inflación que permanecen ancladas, por las expectativas de las empresas de que los beneficios aumentarán en Estados Unidos y en otras economías importantes, y por la posibilidad de que las tensiones comerciales continúen reduciéndose.

**El comercio mundial sigue mostrando escaso dinamismo, pero se observan indicios de estabilización.** Las importaciones mundiales de mercancías continuaron aumentando moderadamente en octubre, mientras que, en diciembre, el PMI global de nuevos pedidos exteriores, excluida la zona del euro, siguió recuperándose. En el conjunto del cuarto trimestre, el PMI global de nuevos pedidos exteriores se incrementó de forma sustancial con respecto al tercer trimestre y se aproximó al valor neutral (véase gráfico 2). La reciente atenuación de las tensiones comerciales también contribuye a eliminar obstáculos a la actividad comercial mundial. En consonancia con estas perspectivas, los datos de alta frecuencia sobre comercio son, en conjunto, acordes con un crecimiento reducido, pero positivo, del comercio mundial.

## Gráfico 2

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

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



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

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

**La inflación mundial volvió a aumentar en noviembre.** En los países de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), la inflación interanual medida por los precios de consumo se incrementó hasta el 1,8 % en

noviembre, debido, en parte, a la elevada tasa de variación de los precios de los alimentos en determinadas economías emergentes, como China y la India. Por otra parte, si se excluyen la energía y los alimentos, la inflación solo registró un ligero avance, hasta el 2,1 %, en noviembre, frente al 2 % del mes anterior. De cara al futuro se espera que las presiones inflacionistas globales se mantengan contenidas. El crecimiento de los salarios en las economías avanzadas sigue siendo moderado, pese al tensionamiento de los mercados laborales y de las crecientes restricciones de capacidad.

**Los mercados de petróleo se han mantenido, en general, estables.** La decisión de prorrogar los recortes de producción adoptada a principios de diciembre por los principales productores de petróleo que integran la OPEP+ solo respaldó de manera transitoria los precios del crudo. Estos precios experimentaron un fuerte incremento y se situaron en torno a los 70 dólares por barril a comienzos de enero, tras una escalada de las tensiones en Oriente Próximo, pero retrocedieron rápidamente cuando las tensiones se relajaron. Habida cuenta de los elevados niveles de existencias y de producción de petróleo no convencional (*shale oil*) en Estados Unidos, así como de la ralentización de la demanda global de crudo prevista por la Agencia Internacional de la Energía para el primer trimestre de 2020, se espera que los mercados de petróleo sigan bien abastecidos a pesar del reciente acuerdo de la OPEP+. Los precios de las materias primas no energéticas subieron ligeramente (+1,7 %), debido al encarecimiento tanto de los precios de los metales (+1,2 %) como de los alimentos (+2,8 %).

**En Estados Unidos, el crecimiento económico continuó siendo moderado en el tercer trimestre de 2019.** El crecimiento del PIB real estadounidense se situó en el 2,1 % en términos anualizados. Pese al modesto repunte con respecto al avance del 2 % registrado en el segundo trimestre, la actividad económica se moderó, como consecuencia de la debilidad de la inversión, de la desaparición gradual de los efectos de la reforma fiscal de 2018 y de la maduración del ciclo económico. Los riesgos para las perspectivas se han reducido ligeramente, pero continúan apuntando a la baja. Aunque las tensiones comerciales con China han remitido, el reciente anuncio de Boeing de que a partir de enero suspende indefinidamente la producción de su avión 737 MAX constituye un nuevo riesgo. El impacto neto sobre la economía ha sido limitado hasta la fecha, ya que la caída de las entregas se ha visto compensada por la acumulación de existencias. Sin embargo, de cara al futuro es probable que la debilidad persista en el sector manufacturero. Aparte de los problemas de Boeing, la economía continúa lastrada por la prolongada incertidumbre comercial, la atonía del crecimiento mundial y la apreciación generalizada del dólar estadounidense en los últimos años.

**En Japón, el Gobierno ha preparado un paquete de medidas de estímulo para apoyar el crecimiento económico.** A principios de diciembre, el Gobierno del primer ministro Shinzo Abe anunció un paquete de medidas de estímulo fiscal destinado a abordar los riesgos a la baja derivados de la debilidad del entorno exterior y de las recientes catástrofes naturales. Las medidas contemplan un gasto fiscal equivalente al 2,4 % del PIB, lo que sitúa a este paquete entre los mayores aprobados en el contexto de la política económica conocida como «Abenomics». La

mayor parte de las medidas de estímulo se pondrán en práctica en 2020-2021. Cabe señalar que sus efectos sobre la economía compensarán parcialmente la reciente subida del IVA. Además, la debilidad de las manufacturas hizo que el crecimiento se situara en territorio negativo en el último trimestre de 2019. Se espera que la economía vuelva a anotarse un modesto crecimiento positivo a principios de 2020, cuando el impacto de los factores transitorios desaparezca y el gasto fiscal surta efecto. La inflación medida por los precios de consumo se ha acelerado ligeramente. La inflación interanual general se incrementó hasta el 0,5 % en noviembre. De cara al futuro, el limitado avance de los salarios y las expectativas de estabilidad de la inflación en niveles bajos apuntan a un débil impulso del proceso de reflación en la economía.

**En el Reino Unido, la actividad económica pareció ralentizarse progresivamente en el cuarto trimestre de 2019.** Los indicadores de confianza permanecen en niveles moderados y muy por debajo de sus medias históricas. Los resultados de las elecciones de diciembre, en las que el primer ministro Boris Johnson obtuvo una holgada mayoría, conjuran el riesgo a corto plazo de un Brexit sin acuerdo al final de enero, ya que el Acuerdo de Retirada se ha convertido en ley. Sin embargo, el Reino Unido dispone de muy poco tiempo, hasta el final de 2020, para alcanzar un acuerdo sobre su futura relación con la Unión Europea y, por lo tanto, la incertidumbre acerca de las políticas continúa siendo elevada.

**El acuerdo comercial preliminar entre Estados Unidos y China elimina algunos de los obstáculos para la actividad económica y el comercio chinos.** La economía china muestra indicios de estabilización y debería beneficiarse del acuerdo comercial de Fase 1 con Estados Unidos. El pacto comercial también puede respaldar el crecimiento, al mejorar la demanda exterior neta y reducir la incertidumbre en torno a las relaciones comerciales. Por otro lado, la inflación interanual medida por el IPC se estabilizó en el 4,5 % en diciembre, aunque se mantuvo por encima del objetivo oficial. La cifra de diciembre siguió siendo alta, debido a la elevada inflación de los precios de los alimentos resultante del brote de fiebre porcina africana y sus efectos sobre los precios de la carne de cerdo. Estos avanzaron un 97 % en términos interanuales en diciembre, frente al 110 % de noviembre. Por otra parte, la inflación medida por el IPC, excluidos la energía y los alimentos, se mantuvo sin cambios, en el 1,4 %, en diciembre.

## 2

## Evolución financiera

**Los rendimientos de la deuda soberana a largo plazo de la zona del euro se mantuvieron prácticamente sin variación durante el período analizado en un contexto de cierta volatilidad tras el acusado descenso registrado en 2019.**

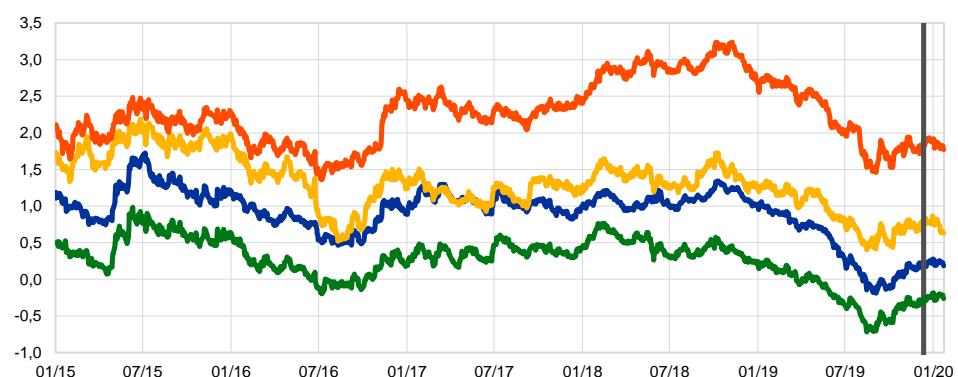
Durante el período de referencia (del 12 de diciembre de 2019 al 22 de enero de 2020), el rendimiento de la deuda soberana a diez años de la zona del euro ponderado por el PIB se redujo en 1 punto básico, hasta situarse en el 0,20 % (véase gráfico 3). Sin embargo, se observó cierta volatilidad, así como la relajación de las tensiones comerciales después de la firma del acuerdo comercial de «Fase 1» entre Estados Unidos y China y el aumento de las tensiones geopolíticas entre Estados Unidos e Irán. Los rendimientos de la deuda soberana a diez años del Reino Unido y de Estados Unidos disminuyeron ligeramente durante el período considerado y se situaron en el 0,63 % y el 1,77 %, respectivamente.

**Gráfico 3**

Rendimientos de la deuda soberana a diez años

(porcentajes)

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



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

Notas: Datos diarios. La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (12 de diciembre de 2019).

Las últimas observaciones corresponden al 22 de enero de 2020.

**Los diferenciales de la deuda soberana de la zona del euro con respecto al tipo swap del eonia (OIS, por sus siglas en inglés) libre de riesgo se mantuvieron, en general, estables en el período analizado en todos los países salvo en España, donde el diferencial disminuyó ligeramente.** El diferencial de la deuda soberana española a diez años se redujo en 4 puntos básicos, hasta situarse en 48 puntos básicos, después de que se formase un nuevo Gobierno de coalición tras ocho meses de bloqueo. En conjunto, el diferencial de rendimiento de la zona del euro ponderado por el PIB descendió 1 punto básico y se situó en 25 puntos básicos.

**Los índices bursátiles amplios de la zona del euro repuntaron, en un contexto de disminución de la incertidumbre en torno al comercio.** Las cotizaciones del

sector financiero y de las sociedades no financieras de la zona del euro continuaron la tendencia que comenzó a principios de 2019 y se incrementaron en un 0,2 % y un 3,3 %, respectivamente, en el período analizado. La evolución positiva de las cotizaciones de las sociedades no financieras se vio favorecida por la reducción de la prima de riesgo de las acciones, que puede reflejar, en parte, cierta relajación de las tensiones comerciales a escala mundial y de los riesgos a corto plazo relacionados con el Brexit.

**Los diferenciales de rendimiento de los valores de renta fija privada de la zona del euro registraron un ligero descenso durante el período analizado.** La percepción positiva del riesgo también se reflejó en la disminución de los diferenciales de los bonos corporativos. 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 ligeramente hasta situarse en 55 y 67 puntos básicos, respectivamente. Pese a que los diferenciales de los valores de renta fija privada se encuentran actualmente por encima de los mínimos registrados a principios de 2018, continúan unos 50 puntos básicos por debajo de los niveles observados en marzo de 2016, antes del anuncio y la posterior puesta en marcha del programa de compras de bonos corporativos.

**El índice medio del tipo de interés del euro a un día (eonia) y el nuevo tipo de interés de referencia a corto plazo del euro (€STR) se situaron, en promedio, en -46 y -55 puntos básicos, respectivamente, durante el período considerado<sup>1</sup>.** El exceso de liquidez se redujo en unos 51 mm de euros, hasta una cifra aproximada de 1.740 mm de euros. Este descenso se debe principalmente a los reembolsos voluntarios realizados en el marco de la segunda serie de operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO II, por sus siglas en inglés) y, en menor medida, a un aumento de los factores autónomos de absorción de liquidez.

**La curva de tipos forward del eonia se desplazó ligeramente al alza durante el período analizado, dado que los mercados no esperan un recorte inminente del tipo aplicado a la facilidad de depósito.** Al final de 2022, la curva se sitúa 10 puntos básicos por encima del nivel actual del eonia. En general, se mantiene por debajo de cero en los horizontes anteriores a 2025, lo que refleja las expectativas continuadas de los mercados de que los tipos de interés sigan siendo negativos durante un período prolongado.

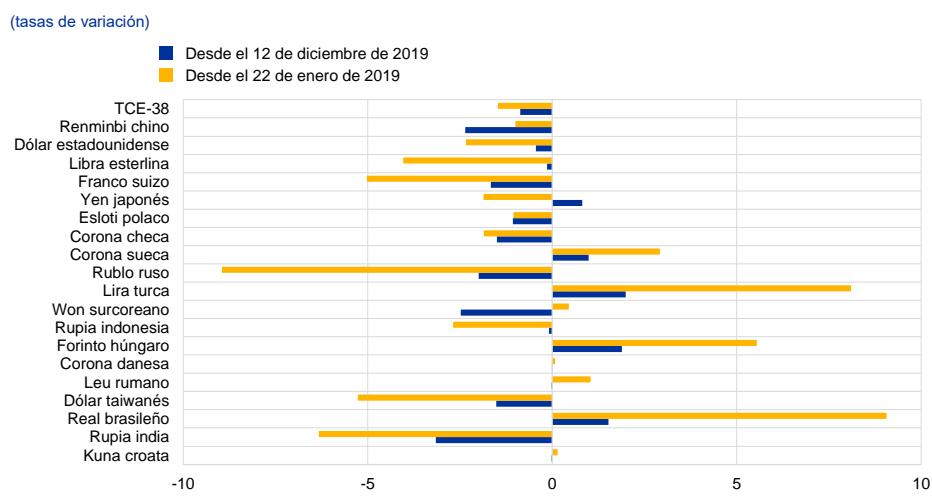
**En los mercados de divisas, el tipo de cambio efectivo del euro se debilitó ligeramente durante el período analizado (véase gráfico 4).** El tipo de cambio efectivo nominal del euro, medido frente a las monedas de 38 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro, se depreció un 0,9 %. Este comportamiento reflejó, en gran medida, una depreciación del euro frente al renminbi chino (2,4 %) y frente a las monedas de otras importantes economías emergentes de Asia, puesto que la confianza de los inversores en las economías emergentes mejoró ante las

<sup>1</sup> 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 €STR. Véase el recuadro titulado «[Adiós eonia, hola €STR](#)», Boletín Económico, número 7, BCE, 2019.

perspectivas de una reducción de las tensiones comerciales. El euro también se debilitó frente al franco suizo (1,7 %), y —en menor medida— frente al dólar estadounidense (0,4 %) y la libra esterlina (0,1 %), pero se fortaleció frente al yen japonés (0,8 %).

#### Gráfico 4

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



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 22 de enero de 2020.

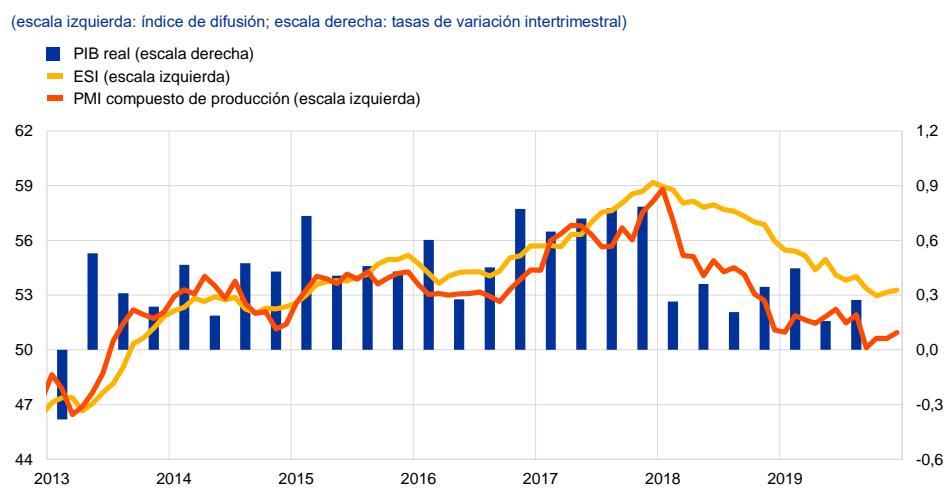
### 3

## Actividad económica

**El PIB real de la zona del euro siguió creciendo a un ritmo moderado en el tercer trimestre de 2019.** El producto de la zona del euro aumentó un 0,3 %, en tasa intertrimestral, en el tercer trimestre de 2019, tras registrar un avance del 0,2 % en el segundo (véase gráfico 5). La demanda interna contribuyó negativamente al crecimiento del PIB, y la aportación de la variación de existencias también fue ligeramente negativa, mientras que la de la demanda exterior neta fue positiva. Sin embargo, estas contribuciones al crecimiento se vieron afectadas por la volatilidad de los datos. Los indicadores económicos apuntan a la prolongación de un crecimiento positivo, aunque moderado, en el cuarto trimestre de 2019.

**Gráfico 5**

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



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

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

**Los mercados de trabajo de la zona del euro mantuvieron su fortaleza, pero moderaron ligeramente su avance.** En el tercer trimestre de 2019, el empleo creció un 0,1 % en términos intertrimestrales, frente al 0,2 % observado en el segundo trimestre, una tasa que está en consonancia con el menor avance del producto. La expansión del empleo fue generalizada en los distintos países y sectores. Desde mediados de 2013, el empleo ha crecido durante 25 trimestres consecutivos, y el número de personas ocupadas se ha incrementado en alrededor de 11,4 millones. En el tercer trimestre de 2019, la productividad por hora trabajada aumentó un 0,1 %, en tasa intertrimestral, sin variación con respecto al trimestre anterior. La tasa de paro de la zona del euro se situó en el 7,5 % en noviembre de 2019, manteniéndose prácticamente en el mismo nivel que en junio de 2019.

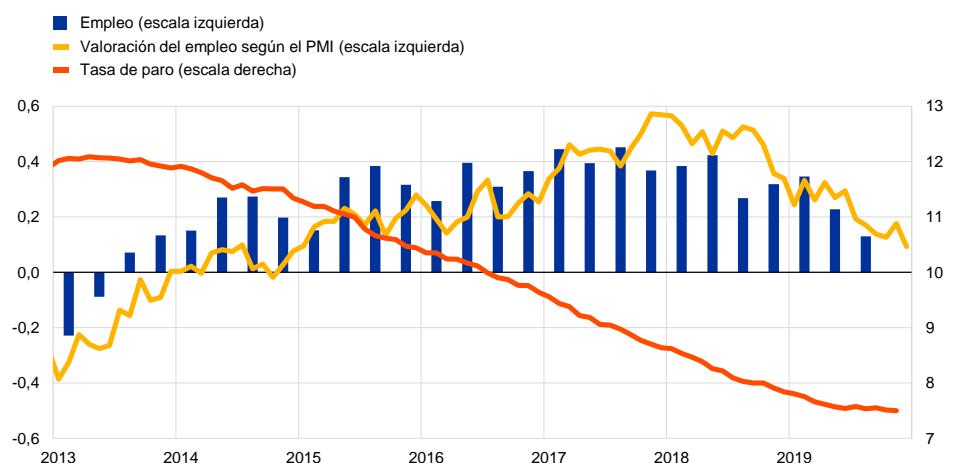
**De cara al futuro, los datos y los indicadores de opinión recientes siguen señalando un crecimiento del empleo positivo, aunque cada vez más**

**moderado.** Pese a que los indicadores coyunturales procedentes de encuestas han descendido con respecto a los elevados niveles registrados en 2018, apuntan a un crecimiento continuado del empleo a corto plazo, respaldado por la ocupación en los servicios.

### Gráfico 6

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

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



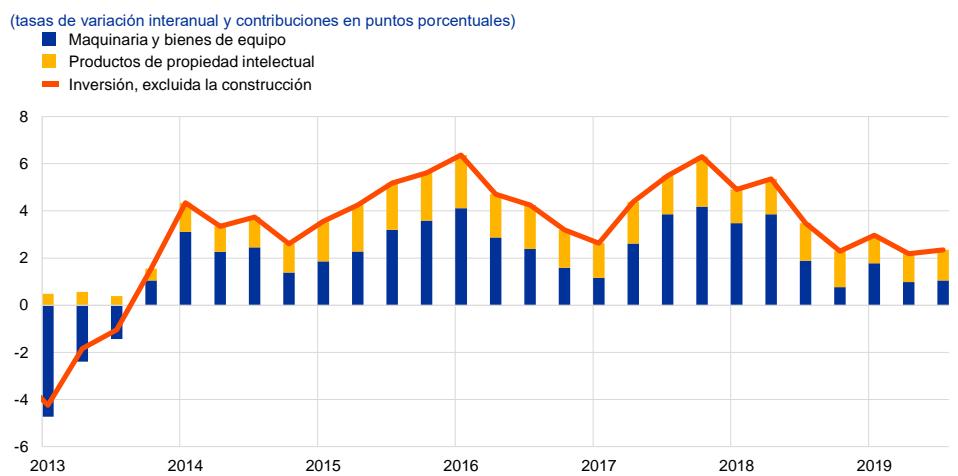
Fuentes: Eurostat, Markit y cálculos del BCE.

Notas: El PMI está expresado como una desviación de 50 dividido por 10. Las últimas observaciones corresponden al tercer trimestre de 2019 para el empleo, a diciembre de 2019 para el PMI y a noviembre de 2019 para la tasa de paro.

**El incremento del empleo y de los niveles de renta sigue sosteniendo el gasto en consumo.** En el tercer trimestre de 2019, el consumo privado aumentó un 0,5 %, en tasa intertrimestral, lo que supone el mayor ritmo de avance desde el tercer trimestre de 2017. La renta real disponible de los hogares apenas se ha visto afectada por la reciente desaceleración económica. La tasa de crecimiento interanual de la renta bruta disponible real se aceleró hasta el 2,3 % en el tercer trimestre, desde el 2,2 % registrado en el segundo. En general, el avance del empleo ha seguido sosteniendo las rentas del trabajo. Además, la reducción de los impuestos directos y de las cotizaciones sociales —reflejo de las medidas fiscales adoptadas en algunos países de la zona del euro— ha contribuido positivamente al poder adquisitivo de los hogares. La tasa de ahorro siguió aumentando en el tercer trimestre de 2019, ya que el crecimiento de la renta fue superior al del consumo.

**De cara al futuro, el consumo privado debería continuar respaldando el crecimiento en la zona del euro.** Los datos recientes sobre el volumen de ventas minoristas y las matriculaciones de automóviles apuntan a que, en el cuarto trimestre de 2019, el gasto en consumo habría descendido ligeramente con respecto al trimestre anterior. Sin embargo, otros indicadores respaldan una dinámica bastante sólida del consumo. La confianza de los consumidores, que comenzó a disminuir a finales de 2017, se ha estabilizado y, en general, se mantuvo estable a lo largo de 2019. Los resultados de las últimas encuestas también señalan un crecimiento continuado, aunque cada vez más lento, del empleo, que debería seguir impulsando la renta de los hogares y el gasto en consumo.

**Se espera que la inversión empresarial se mantenga contenida, en un contexto de incertidumbre aún elevada y de márgenes de beneficio reducidos, pero que esté respaldada por unas condiciones de financiación favorables.** Según los datos más recientes de las cuentas nacionales trimestrales de la zona del euro, la inversión, excluida la construcción, descendió bruscamente en el tercer trimestre de 2019 (–7,7 % en tasa intertrimestral), tras experimentar un fuerte avance en el segundo trimestre (10,3 % en términos intertrimestrales). Sin embargo, este descenso se debe principalmente a la inclusión de los volátiles datos sobre Irlanda correspondientes a los trimestres más recientes, que reflejan la evolución de la inversión en productos de propiedad intelectual. Haciendo abstracción de esta volatilidad, los últimos datos sugieren un crecimiento bastante moderado o incluso negativo de la inversión en la zona del euro. Por ejemplo, el avance interanual de la inversión en maquinaria y bienes de equipo se ha ralentizado gradualmente desde 2018 (véase gráfico 7). En cuanto a la evolución a corto plazo, en octubre y noviembre de 2019 la producción industrial de bienes de equipo se situó, en promedio, un 1,4 % por debajo del nivel medio observado en el trimestre anterior; en el período transcurrido hasta diciembre, la confianza industrial en este sector se estabilizó por debajo de la media histórica. Pese a que los márgenes empresariales aumentaron en el tercer trimestre, se mantienen en niveles reducidos en un contexto de persistencia de una elevada incertidumbre. Además, según la encuesta sobre inversión de noviembre de 2019 del BEI (*EIB Investment Survey*), el número de empresas manufactureras de la UE que tenían previsto reducir la inversión en los doce meses siguientes había aumentado por primera vez en cuatro años (véase recuadro 6, titulado «Las encuestas sobre perspectivas empresariales como indicadores de la inversión real de las empresas de la zona del euro»). La moderación de las perspectivas de inversión obedece a expectativas más generalizadas de deterioro del panorama económico, político y regulatorio en los próximos doce meses. La encuesta de inversión semestral de la Comisión Europea realizada a finales de noviembre también señala un crecimiento modesto de la inversión industrial de la zona del euro en 2020. Como nota más positiva, las condiciones de financiación favorables continúan respaldando la inversión empresarial.

**Gráfico 7****Inversión, excluida la construcción, y sus componentes**

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: La inversión, excluida la construcción, se descompone en: a) maquinaria y bienes de equipo, y b) inversión en productos de propiedad intelectual, excluidos los recursos biológicos cultivados (cuyo peso es muy reducido). El gráfico muestra la agregación de los datos correspondientes a los cuatro Estados miembros de la UE de mayor tamaño.

**La inversión residencial debería seguir registrando un crecimiento moderado a corto plazo, respaldada por la fortaleza de la demanda y por unas condiciones de financiación favorables, pero limitada por las restricciones de oferta.** Según las últimas cuentas nacionales trimestrales, la inversión en construcción y su componente residencial crecieron con fuerza en el tercer trimestre (0,9 % y 1,1 %, respectivamente, en términos intertrimestrales), tras experimentar una leve contracción en el trimestre anterior (-0,3 % y -0,1 %, respectivamente, en tasa intertrimestral). Los indicadores coyunturales y de opinión, junto con los datos más recientes sobre la producción de la construcción y los visados de obra nueva, sugieren que es probable que el moderado crecimiento de la inversión residencial continúe en el cuarto trimestre de 2019. Se espera que, en este período, la inversión residencial se vea respaldada principalmente por la fortaleza de la demanda de vivienda, como muestra la mayor intención de gasto en vivienda y la robusta demanda de préstamos para su adquisición, al tiempo que también se observan algunas señales positivas por el lado de la oferta, en particular si se considera el índice PMI de actividad en este sector.

**Las exportaciones de bienes a países no pertenecientes a la zona del euro muestran algunos indicios de estabilización, mientras que las importaciones y el comercio dentro de la zona siguieron debilitándose en el cuarto trimestre de 2019.** Tras el repunte del crecimiento de las exportaciones observado en el tercer trimestre de 2019 (desde un crecimiento negativo en el trimestre anterior), los datos preliminares sobre el comercio de bienes disponibles hasta noviembre indican una estabilización de las exportaciones a países no pertenecientes a la zona del euro, que se han caracterizado por una acusada volatilidad. Esta volatilidad estuvo relacionada, casi con toda probabilidad, con la acumulación de existencias asociada a la preocupación sobre la posibilidad de un Brexit duro en octubre de 2019. Los datos muestran un crecimiento relativamente resistente de las exportaciones a Estados Unidos y una recuperación cada vez más firme de las exportaciones a Turquía y

China, mientras que las destinadas al resto de Asia se mantienen contenidas. Por otra parte, las exportaciones de bienes entre países de la zona del euro y las importaciones disminuyeron en octubre y noviembre, como consecuencia de la debilidad de la producción y la actividad industriales en la zona. Los datos de contabilidad nacional más recientes muestran una caída acusada de las importaciones en el tercer trimestre de 2019, debido, sobre todo, al comercio de servicios, que experimentó una fuerte contracción del 5,1 %, después de crecer a una tasa intertrimestral del 8,4 % en el segundo trimestre. No obstante, esta evolución es atribuible principalmente a los datos sobre Irlanda. Los indicadores adelantados apuntan a una evolución de las exportaciones a países no pertenecientes a la zona del euro situada por debajo de la tendencia. Mientras que el PMI de nuevos pedidos exteriores del sector manufacturero aumentó hasta situarse en 47,3 (que, no obstante, sigue siendo un nivel de contracción), el indicador de la Comisión Europea relativo a la evaluación del nivel de las carteras de pedidos exteriores volvió a retroceder en diciembre. Asimismo, los indicadores de transporte de mercancías arrojan señales más positivas.

**Los últimos datos y los resultados de las encuestas más recientes apuntan a la continuación de un crecimiento positivo, aunque moderado, de la economía en el cuarto trimestre de 2019.** La debilidad del comercio internacional, junto con un prolongado período de incertidumbre, sigue lastrando la evolución general del crecimiento del producto de la zona del euro. Así, por ejemplo, la producción industrial se situó por debajo del nivel medio del tercer trimestre, lo que apunta a un nuevo descenso intertrimestral de la producción en el cuarto trimestre. Por lo que se refiere a indicadores de opinión más recientes, en el cuarto trimestre de 2019 tanto el indicador de sentimiento económico (ESI) de la Comisión Europea como el PMI compuesto de producción se situaron en cotas inferiores a sus respectivos niveles medios del tercer trimestre.

**De cara al futuro, la expansión de la zona del euro seguirá sustentándose en unas condiciones de financiación favorables.** Además, es probable que el crecimiento se vea respaldado por mejoras adicionales del empleo unidas a un aumento de los salarios, por la orientación moderadamente expansiva de las políticas fiscales de la zona del euro y por el avance continuado, aunque algo más lento, de la actividad mundial. Los resultados de la última [encuesta a expertos en previsión económica del BCE](#), realizada a principios de enero, mostraban que las previsiones del sector privado sobre el crecimiento del PIB para 2020 y 2021 solo se habían revisado ligeramente con respecto a la encuesta anterior, que se llevó a cabo a principios de octubre.

**Aunque los riesgos para las perspectivas de crecimiento de la zona del euro —relacionados con factores geopolíticos, el aumento del proteccionismo y las vulnerabilidades en las economías emergentes— siguen apuntando a la baja, ahora son algo menos pronunciados, ya que parte de la incertidumbre acerca del comercio internacional está disminuyendo.**

## 4

## Precios y costes

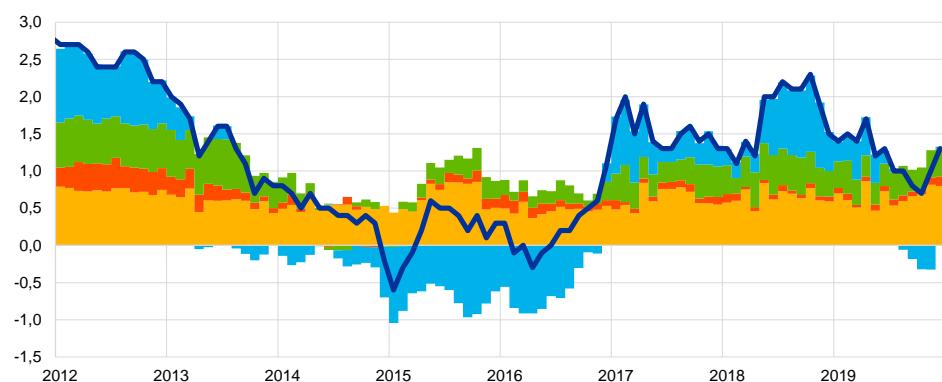
**La inflación medida por el IAPC aumentó hasta situarse en el 1,3 % en diciembre de 2019, desde el 1 % registrado en noviembre del mismo año.** Este incremento reflejó aumentos de la tasa de variación de los precios de la energía y, en menor medida, de la correspondiente a los alimentos, que compensaron con creces el descenso marginal de la inflación de los servicios. La inflación de la energía se recuperó de las tasas negativas observadas desde agosto de 2019 y volvió a ser positiva en diciembre de 2019.

**Gráfico 8**

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)

- IAPC
- Servicios
- Bienes industriales no energéticos
- Alimentos
- Energía



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

**Los indicadores de la inflación subyacente permanecieron, en general, en niveles moderados, si bien hay nuevos indicios de un leve ascenso en consonancia con las expectativas anteriores.** La inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, se situó en el 1,3 % en diciembre, sin variación con respecto a noviembre, frente al 1,1 % registrado en octubre. La inflación medida por el IAPC, excluidos la energía, los alimentos, los servicios relacionados con turismo y viajes, y los artículos de vestir, se mantuvo en el 1,2 % en diciembre, sin cambios con respecto a noviembre, frente al 1,1 % de octubre. Las señales procedentes de otras medidas de la inflación subyacente, como el indicador PCCI (componente persistente y común de la inflación) y el indicador Supercore (inflación «supersubyacente»)<sup>2</sup>, apenas variaron.

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

**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 bienes de consumo no alimenticio destinados a ventas interiores se situó en el 0,8 % en noviembre de 2019, sin variación desde julio de 2019 y muy por encima de su media de largo plazo. La tasa de avance interanual de los precios de importación de los bienes de consumo no alimenticio permaneció en el -0,1 % en noviembre, igual que en octubre y frente al 0,9 % de septiembre. En las primeras fases de la cadena de producción, la inflación de los precios de producción internos de los bienes intermedios volvió a disminuir, hasta el -1,4 % en noviembre, frente al -1 % observado en octubre. Asimismo, la tasa de variación de los precios de importación de los bienes intermedios se redujo hasta el -0,9 % en noviembre, frente al -0,6 % de octubre. La inflación de los precios de producción a escala mundial, excluida la energía, también continuó descendiendo y se situó en el 1 % en noviembre, frente al 1,1 % de octubre, y fue inferior a su media de largo plazo.

**El crecimiento de los salarios mantuvo su fortaleza.** La tasa de avance interanual de la remuneración por asalariado se situó en el 2,2 % en el tercer trimestre de 2019, sin variación con respecto al trimestre anterior, frente al 2,3 % registrado en el primer trimestre. Las cifras correspondientes a 2019 se vieron afectadas por una disminución significativa de las cotizaciones sociales en Francia<sup>3</sup>. La tasa de crecimiento interanual de los sueldos y los salarios por trabajador, que excluye las cotizaciones sociales, fue del 2,6 % en el tercer trimestre, frente al 2,5 % del segundo trimestre. Si se consideran 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.

**Los indicadores de mercado de las expectativas de inflación a largo plazo se recuperaron ligeramente, mientras que las basadas en indicadores de opinión se mantuvieron en los niveles relativamente reducidos observados durante 2019.** Como resultado de la moderada recuperación, los indicadores de mercado de las expectativas de inflación a largo plazo se sitúan ahora algo más claramente por encima de los mínimos históricos registrados en octubre de 2019. El tipo *swap* de inflación a cinco años dentro de cinco años se situó en el 1,31 % el 22 de enero de 2020, en torno a 4 puntos básicos por encima del nivel de mediados de diciembre de 2019 y 19 puntos básicos por encima del mínimo registrado en octubre del mismo año. La probabilidad de deflación basada en datos de mercado se redujo, después de aumentar durante la mayor parte de 2019, y se mantiene por debajo de los niveles observados antes del anuncio del programa de compra de activos en 2015. Al mismo tiempo, el perfil a futuro de los indicadores de mercado de las expectativas de inflación sigue señalando el riesgo de un período prolongado de baja inflación. Los resultados de la [encuesta del BCE a expertos en previsión económica](#) (EPE) correspondientes al primer trimestre de 2020 muestran que las expectativas medias de inflación a más largo plazo se mantienen sin cambios en el 1,7 %. Junto con las

<sup>3</sup> Para un análisis más detallado, véase el recuadro 5 titulado «[Evolución reciente de las cotizaciones sociales y de los salarios mínimos en la zona del euro](#)», *Boletín Económico*, número 8, BCE, 2019.

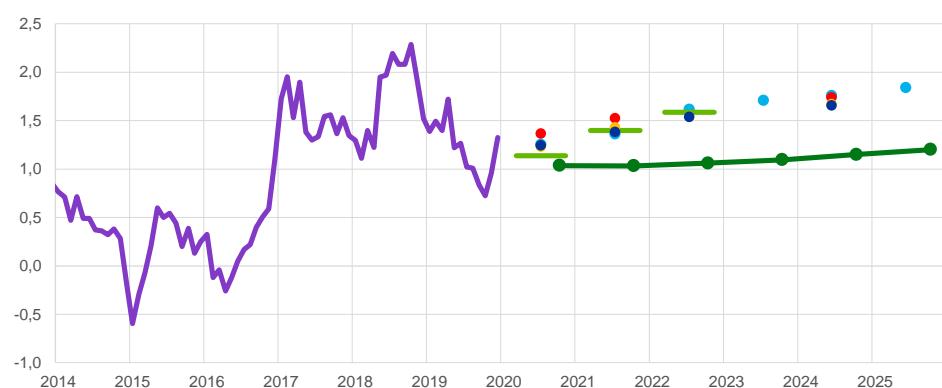
previsiones medias de inflación anual medida por el IAPC que la sitúan en el 1,2 %, el 1,4 % y el 1,5 % en 2020, 2021 y 2022, respectivamente, esta evolución señala un perfil ascendente en el futuro. Los resultados para 2020 y 2021 son los mismos que en la encuesta anterior, en la que no se incluía el año 2022.

### Gráfico 9

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

(tasas de variación interanual)

- EPE I TR 2020
- EPE IV TR 2019
- EPE III TR 2019
- Previsiones de Consensus Economics (17 de enero de 2020)
- Indicadores de mercado de las expectativas de inflación (enero de 2020)
- Proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosystema para la zona del euro (diciembre de 2019)
- IAPC



Fuentes: Encuesta a expertos en previsión económica (EPE) del BCE, proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosystema para la zona del euro (diciembre de 2019) y Consensus Economics (17 de enero de 2020).

Notas: La encuesta EPE correspondiente al primer trimestre de 2020 se realizó entre el 7 y el 13 de enero de 2020. La curva implícita en los mercados se basa en la tasa de inflación a un año y en la tasa de inflación *forward* a un año dentro de un año, la tasa de inflación *forward* a un año dentro de dos años, la tasa de inflación *forward* a un año dentro de tres años y la tasa de inflación *forward* a un año dentro de cuatro años. Las últimas observaciones relativas a las expectativas de inflación basadas en indicadores de mercado corresponden al 22 de enero de 2020.

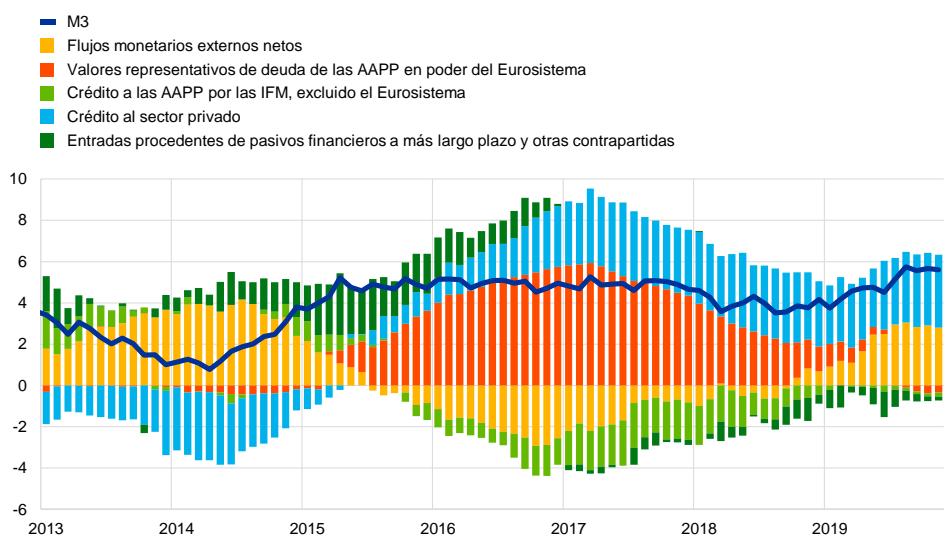
## 5

## Dinero y crédito

**El crecimiento del agregado monetario amplio continuó siendo sólido.** La tasa de crecimiento interanual de M3 se situó en el 5,6 % en noviembre de 2019, prácticamente sin variación desde agosto de 2019 (véase gráfico 10). El avance de este agregado siguió estando respaldado por la creación de crédito bancario al sector privado y por el muy bajo coste de oportunidad de mantener dinero. El agregado monetario estrecho (M1), que incluye los componentes más líquidos de M3, fue de nuevo el que más contribuyó al crecimiento del agregado monetario amplio. La tasa de avance interanual de M1 fue del 8,3 % en noviembre de 2019, en torno a dos puntos porcentuales por encima del mínimo registrado en enero de 2019. Entre los componentes de M1, la tasa de crecimiento interanual del efectivo en circulación mantuvo su vigor y se situó en el 5 %, un nivel que, no obstante, no es excepcionalmente elevado en términos históricos, lo que apunta a que no se ha generalizado la sustitución por el efectivo.

**Gráfico 10**  
M3 y sus contrapartidas

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



Fuente: BCE.

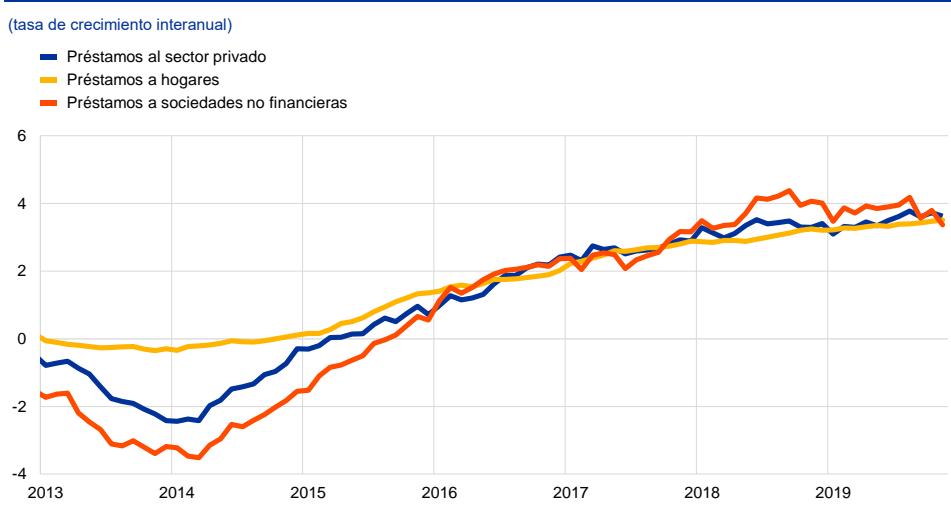
Notas: El crédito al sector privado comprende los préstamos concedidos por las IFM al sector privado y las tenencias de las IFM de valores representativos de deuda emitidos por el sector privado, excluidas las IFM, de la zona del euro. Por tanto, también incluye las adquisiciones de valores representativos 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 noviembre de 2019.

**El crédito al sector privado ha continuado siendo la principal fuente de crecimiento monetario, seguido de las entradas de flujos monetarios externos.** En noviembre, la contribución del crédito al sector privado y de las entradas de flujos monetarios externos se mantuvo prácticamente sin variación (véanse las partes de color azul y amarillo, respectivamente, de las barras del gráfico 10). La aportación de las entradas de flujos monetarios externos al crecimiento de M3 desde octubre de 2018 refleja el interés continuado de los inversores extranjeros por los activos de la zona del euro, en particular por los valores de deuda pública de nueva emisión.

La finalización de las adquisiciones netas mensuales de activos en el marco del programa de compra de activos (APP) a finales de 2018 hizo que la contribución de los valores representativos de deuda de las Administraciones Públicas en poder del Eurosistema comenzara a reducirse a principios de 2019 hasta desaparecer (véase la parte de color rojo de las barras del gráfico 10), mientras que la reactivación de este programa en noviembre de 2019 solo ha tenido hasta ahora una influencia limitada en el crecimiento de M3. 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 10).

**Los préstamos al sector privado siguieron creciendo a un ritmo sólido.** La tasa de avance interanual de los préstamos de las IFM al sector privado (ajustados de titulizaciones, otras transferencias y centralización nocial de tesorería [*notional cash pooling*]) se situó en el 3,6 % en noviembre de 2019, frente al 3,7 % de octubre (véase gráfico 11). Esta evolución obedeció principalmente al descenso de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a sociedades no financieras, que se redujo hasta el 3,4 % en noviembre, desde el 3,8 % de octubre. La moderación de la dinámica de estos préstamos está en consonancia con la ralentización de la actividad económica observada desde 2018. Los préstamos a hogares crecieron a una tasa interanual del 3,5 % en noviembre de 2019, sin variación con respecto a octubre. En conjunto, el crecimiento de los préstamos siguió beneficiándose de los niveles históricamente reducidos de los tipos de interés del crédito bancario y de las condiciones generalmente favorables de la oferta de crédito bancario, mientras que la desaceleración de la actividad económica frenó la demanda de crédito, como también muestran los resultados de la última [encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro](#).

**Gráfico 11**  
Préstamos al sector privado



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

**Según la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de enero de 2020, los criterios de aprobación de los préstamos a empresas y de los**

### **préstamos a hogares para adquisición de vivienda prácticamente no variaron<sup>4</sup>.**

La competencia de otros bancos siguió contribuyendo a suavizar los criterios de aprobación de los préstamos a empresas y a hogares. En el caso de los primeros, los criterios se endurecieron debido a la percepción de riesgos relacionados con las perspectivas económicas. Las condiciones aplicadas por las entidades de crédito (es decir, las condiciones reales acordadas en el contrato de préstamo) a los nuevos préstamos a empresas y para adquisición de vivienda permanecieron básicamente sin cambios en el cuarto trimestre de 2019. La demanda de préstamos a empresas disminuyó por primera vez desde el cuarto trimestre de 2013, reflejo de la desaceleración de la actividad económica observada desde 2018; las necesidades de financiación de la inversión en capital fijo dejaron de contribuir positivamente a la demanda de crédito, mientras que el bajo nivel general de los tipos de interés continuó respaldando esta demanda por parte de las empresas y los hogares. Las entidades de crédito de la zona del euro también indicaron que su acceso a la financiación mediante valores representativos de deuda y titulizaciones había seguido mejorando en el cuarto trimestre de 2019. Asimismo, señalaron que su nivel de capital había continuado reforzándose en la segunda mitad de 2019, en el entorno de adopción de medidas regulatorias y supervisoras, y que los criterios de concesión de los préstamos a empresas y del crédito al consumo se habían endurecido ligeramente como consecuencia de los ratios de préstamos dudosos. Además, las entidades indicaron su intención de utilizar la liquidez obtenida a través de las TLTRO III en gran medida para conceder préstamos al sector privado no financiero.

### **El nivel muy favorable de los tipos de interés del crédito continuó**

**sosteniendo el crecimiento económico de la zona del euro.** Los tipos de interés de los préstamos se mantuvieron próximos a sus mínimos históricos, tras descender en línea con los tipos de interés de referencia del mercado en los meses anteriores. En noviembre de 2019, los tipos de interés sintéticos de los préstamos bancarios concedidos a las sociedades no financieras y a los hogares permanecieron prácticamente sin variación, en el 1,55 % y el 1,47 %, respectivamente (véase gráfico 12). Las presiones competitivas y los costes más favorables de la financiación de las entidades de crédito redujeron los tipos aplicados a los préstamos concedidos a las sociedades no financieras y a los hogares. En conjunto, los tipos de interés sintéticos de los préstamos bancarios otorgados a estos dos sectores han disminuido significativamente desde que el BCE anunció medidas de expansión crediticia en junio de 2014. Entre mayo de 2014 y noviembre de 2019, los tipos de interés sintéticos de los préstamos a sociedades no financieras y a hogares cayeron en torno a 140 y 145 puntos básicos, respectivamente.

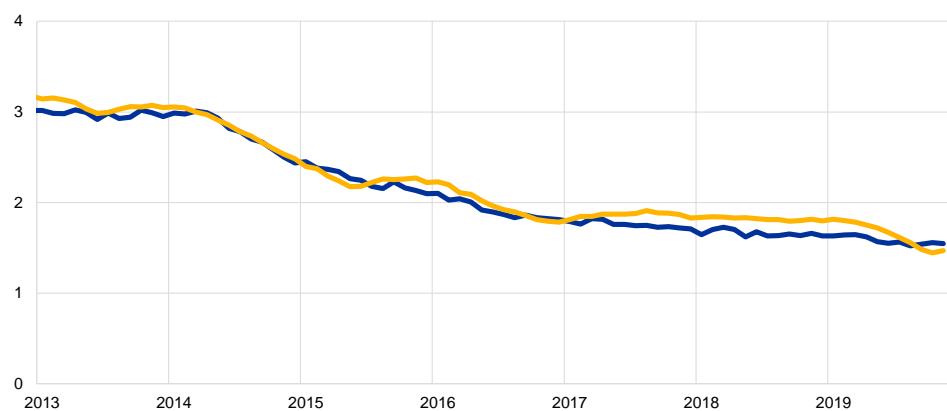
<sup>4</sup> En el cuarto trimestre de 2019, los criterios de aprobación de los préstamos a sociedades no financieras y a hogares prácticamente no variaron (el porcentaje neto de entidades que indicó un endurecimiento se situó en el 1 % para ambos tipos de préstamos, a diferencia del tercer trimestre de 2019, en que se situó en el -2 %).

### Gráfico 12

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

(porcentajes)

- Sociedades no financieras
- Hogares para adquisición de vivienda



Fuente: BCE.

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