

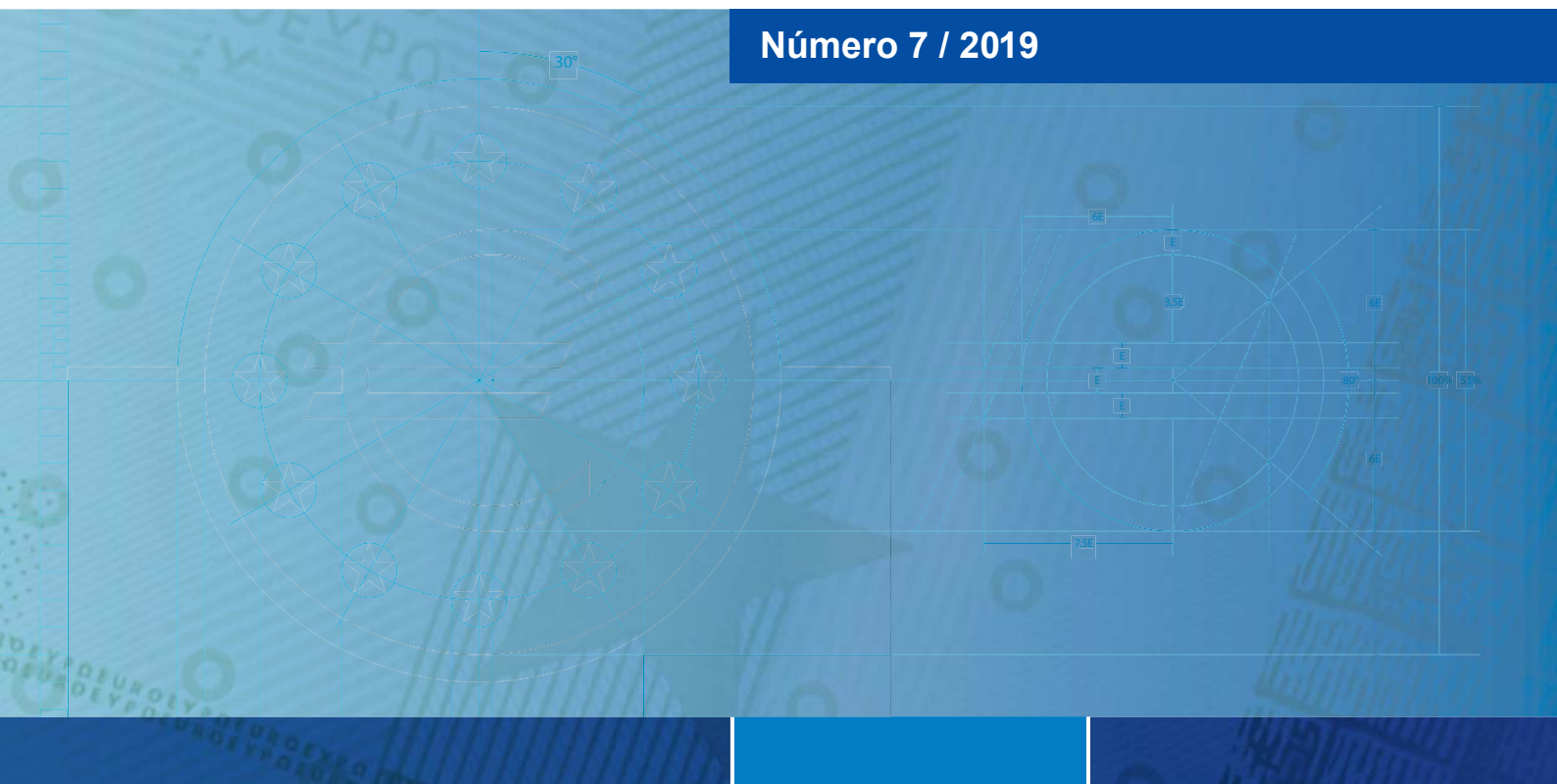


BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA

# Boletín Económico

Número 7 / 2019



# Índice

<b>Evolución económica y monetaria</b>	<b>2</b>
Resumen	2
1 Entorno exterior	5
2 Evolución financiera	10
3 Actividad económica	13
4 Precios y costes	17
5 Dinero y crédito	20
<b>Recuadros</b>	<b>26</b>
1 Adiós eonia, hola €STR	26
2 La evolución del sector servicios y su relación con las manufacturas	29
3 Un trazador estilizado de los ciclos del mercado de trabajo en la zona del euro basado en las opiniones de directivos de empresas	34
4 El proceso de formación de precios: resultados de una encuesta a grandes empresas	39
<b>Artículos</b>	<b>45</b>
Tendencias de las reservas exteriores de los bancos centrales y el caso del BCE	45

# Evolución económica y monetaria

## Resumen

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

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

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

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

Se ha confirmado un crecimiento del PIB real de la zona del euro del 0,2 %, en términos intertrimestrales, en el segundo trimestre de 2019, tras registrar un incremento del 0,4 % en el trimestre anterior. Los últimos datos económicos y los resultados de las encuestas más recientes siguen apuntando a un crecimiento moderado, pero positivo, en la zona del euro en el segundo semestre del año. Esta desaceleración refleja, principalmente, la actual debilidad del comercio internacional en un entorno de incertidumbre prolongada a escala mundial, que continúa afectando al sector manufacturero de la zona del euro y que está frenando el avance de la inversión. Paralelamente, el sector servicios y la construcción mantienen su solidez, pese a mostrar cierta moderación. La expansión de la zona del euro está respaldada por unas condiciones de financiación favorables, por mejoras adicionales del empleo y subidas salariales, por la orientación moderadamente expansiva de las políticas fiscales en la zona del euro y por el crecimiento continuado, aunque algo menor, de la actividad mundial.

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

En lo que respecta a la evolución monetaria, la tasa de crecimiento del agregado monetario amplio (M3) aumentó hasta el 5,7 % en agosto de 2019, desde el 5,1 % registrado en julio. El avance de M3 sigue estando respaldado por la creación de crédito bancario, y el agregado monetario estrecho (M1) volvió a ser el componente que más contribuyó a su crecimiento. Asimismo, el crecimiento interanual del M3 y de los préstamos al sector privado mantuvo su fortaleza, pese a la menor contribución automática de las adquisiciones netas realizadas en el marco del programa de compra de activos (APP, por sus siglas en inglés) y al debilitamiento del dinamismo de la economía. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a las sociedades no financieras aumentó hasta el 4,3 % en agosto, desde el 4 % registrado en julio, mientras que la correspondiente a los préstamos a los hogares se mantuvo sin cambios en el 3,4 %. Al mismo tiempo, las favorables condiciones de financiación y de concesión de crédito de los bancos continuaron respaldando los flujos de préstamos y, por ende, el crecimiento económico. La orientación acomodaticia de la política monetaria del BCE contribuirá a salvaguardar unas condiciones de financiación bancaria propicias y seguirá respaldando el acceso a la financiación, en particular de las pequeñas y medianas empresas.

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

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

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

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

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

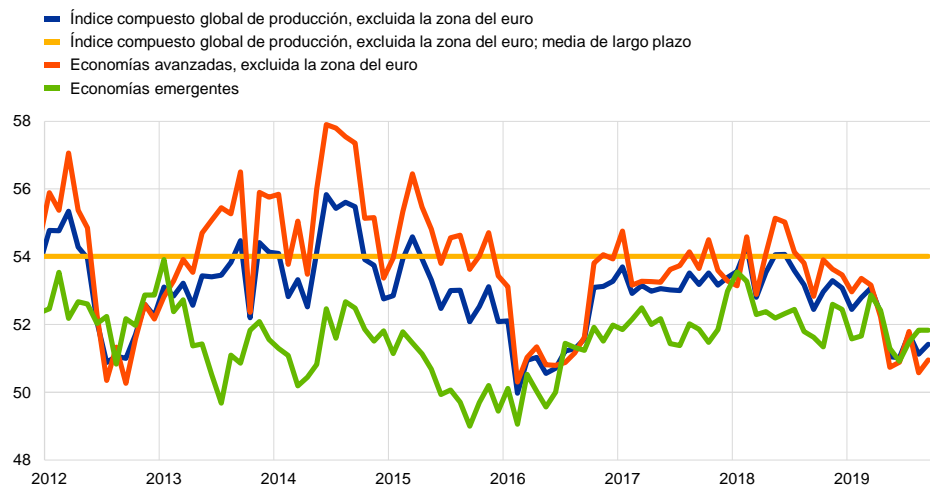
**Los indicadores globales de opinión relativos al crecimiento económico sugieren que la actividad económica se moderó, aunque se fue estabilizando.**

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

**Gráfico 1**

**PMI compuesto global de producción**

(índices de difusión)



Fuentes: Haver Analytics, Markit y cálculos del BCE.

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

**Los riesgos para la economía mundial siguen apuntando a la baja, en un entorno de reintensificación de los conflictos comerciales, de elevada incertidumbre en torno al Brexit y de una recuperación potencialmente más lenta de varias economías emergentes.**

Es probable que una escalada constante de los conflictos comerciales se plasme en un incremento de los costes de ajuste a un nuevo régimen comercial y, con el tiempo, en nuevas distorsiones en las cadenas de producción globales. Ello, a su vez, podría aumentar el impacto de los aranceles ya aplicados sobre la actividad económica. Los riesgos

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

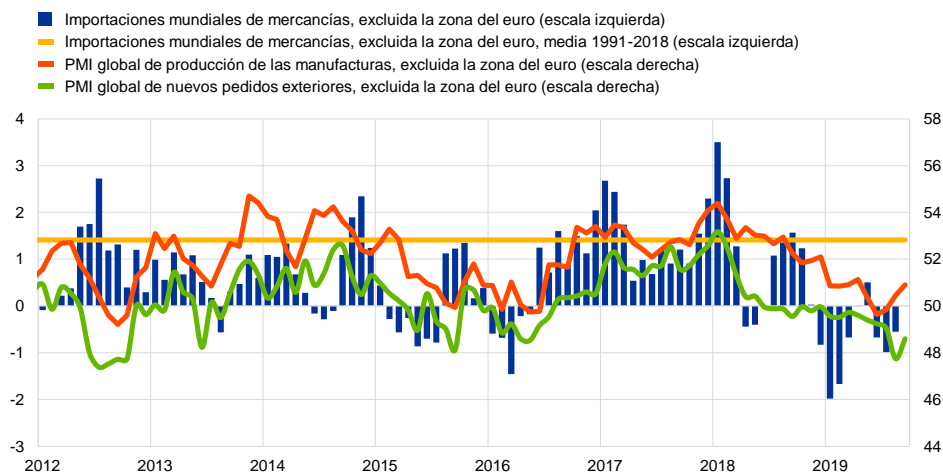
**Las condiciones financieras globales se han mantenido, en general, estables, tanto en las economías avanzadas como en las emergentes.** En septiembre, la percepción de riesgos mejoró ligeramente, en un contexto de renovadas expectativas de un acuerdo comercial entre Estados Unidos y China, de disminución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

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

## Gráfico 2

### Encuestas y comercio mundial de bienes

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



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

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

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

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

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

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

#### **En Estados Unidos, la actividad económica sigue mostrando, en**

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



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

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

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

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

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

## 2

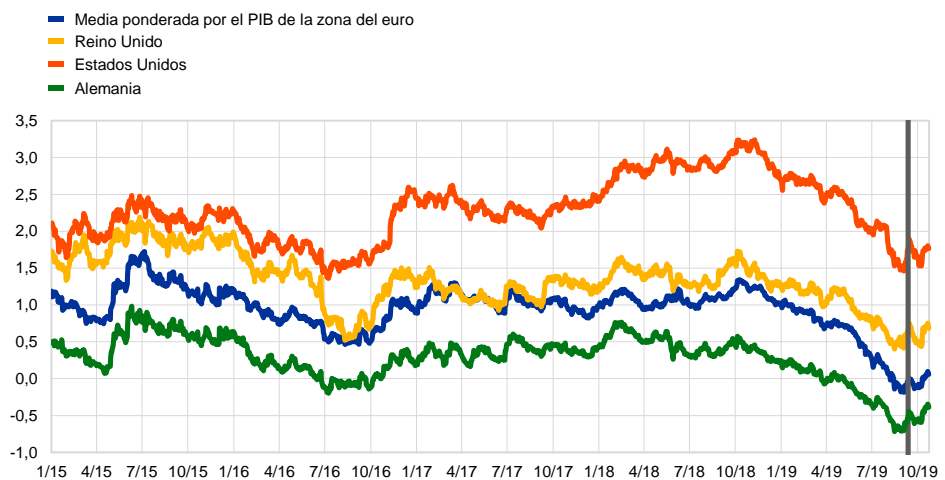
## Evolución financiera

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

### Gráfico 3

#### Rendimientos de la deuda soberana a diez años

(porcentajes)



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

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

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

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

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

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

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

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

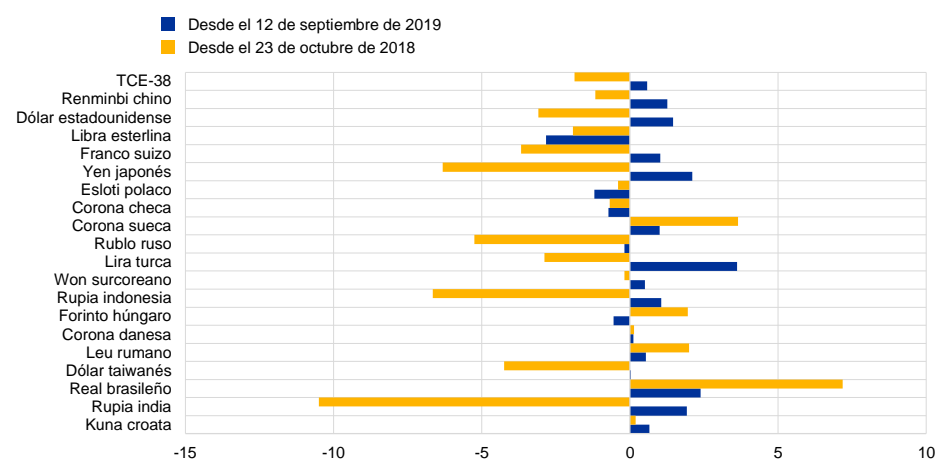
**En los mercados de divisas, el tipo de cambio efectivo del euro se fortaleció, en general, durante el período analizado (véase gráfico 4), respaldado por un aumento de los diferenciales de tipos de interés.** El tipo de cambio efectivo nominal del euro, medido frente a las monedas de 38 de los socios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

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

#### Gráfico 4

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

(tasas de variación)



Fuente: BCE.

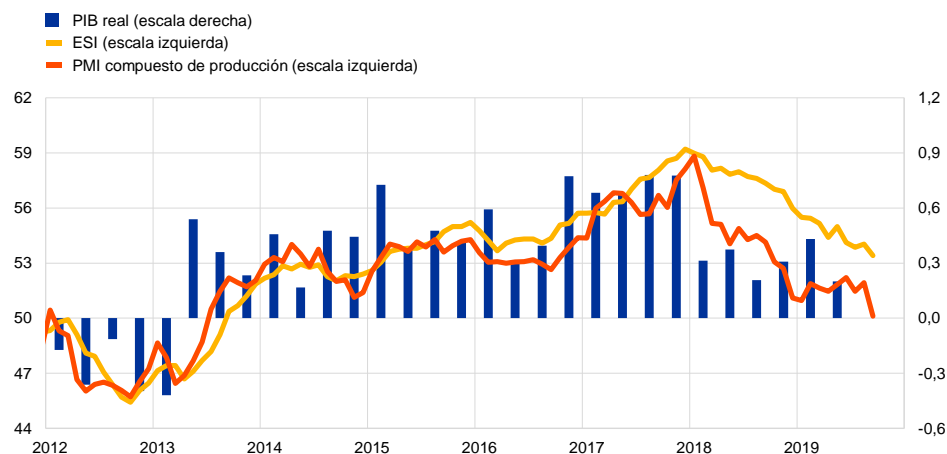
Notas: «TCE-38» se refiere al tipo de cambio efectivo nominal del euro frente a las monedas de 38 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro. Una variación positiva (negativa) corresponde a una apreciación (depreciación) del euro. Todas las variaciones se han calculado utilizando los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

### 3 Actividad económica

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

**Gráfico 5**  
PIB real de la zona del euro, indicador de sentimiento económico (ESI) y PMI compuesto de producción

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



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

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

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

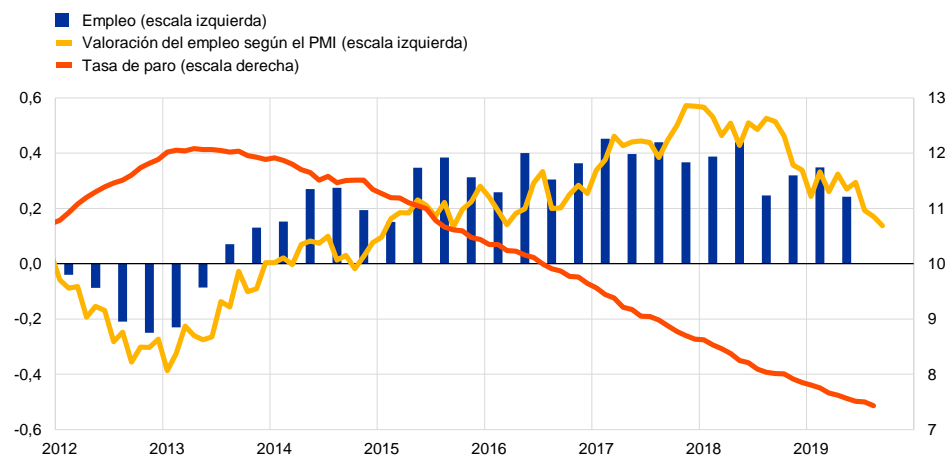
**De cara al futuro, los datos y los indicadores de opinión recientes siguen señalando un crecimiento positivo, aunque moderado, del empleo.** La tasa de paro de la zona del euro se situó en el 7,4 % en agosto, frente al 7,5 % observado en julio. Pese a que los indicadores coyunturales procedentes de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

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

### Gráfico 6

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

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



Fuentes: Eurostat, Markit y cálculos del BCE.

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

#### El incremento del empleo sigue sosteniendo la renta de los hogares y el gasto en consumo.

En el segundo trimestre de 2019, el consumo privado aumentó un 0,2 %, en tasa intertrimestral, tras registrar un crecimiento algo más vigoroso en el trimestre anterior. La renta real disponible de los hogares ha quedado al margen, en gran medida, de la reciente desaceleración económica. El ritmo de crecimiento interanual de la renta bruta disponible real se aceleró hasta el 2,2 % en el segundo trimestre, desde el 2,1 % del primer trimestre. En general, la expansión del empleo ha mantenido su fortaleza durante la desaceleración y ha sostenido las rentas del trabajo. Además, la reducción de los impuestos directos y de las cotizaciones sociales —reflejo de las medidas fiscales adoptadas en algunos países de la zona del euro— ha contribuido positivamente al poder adquisitivo de los hogares. La tasa de ahorro siguió aumentando en el segundo trimestre de 2019, ya que el crecimiento de la renta fue superior al del consumo.

#### En los próximos meses, el consumo privado debería continuar creciendo de forma sostenida.

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

**Se espera que la inversión empresarial se mantenga contenida, en un contexto de elevada incertidumbre y márgenes de beneficio reducidos, pero que se vea respaldada por unas condiciones de financiación favorables.**

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

**Se prevé que la inversión residencial siga registrando un débil crecimiento a corto plazo.**

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

**En el segundo trimestre, las exportaciones de bienes y servicios a países no pertenecientes a la zona del euro se estancaron, y las importaciones aumentaron, mientras que el comercio dentro de la zona continuó debilitándose.**

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



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

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

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

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

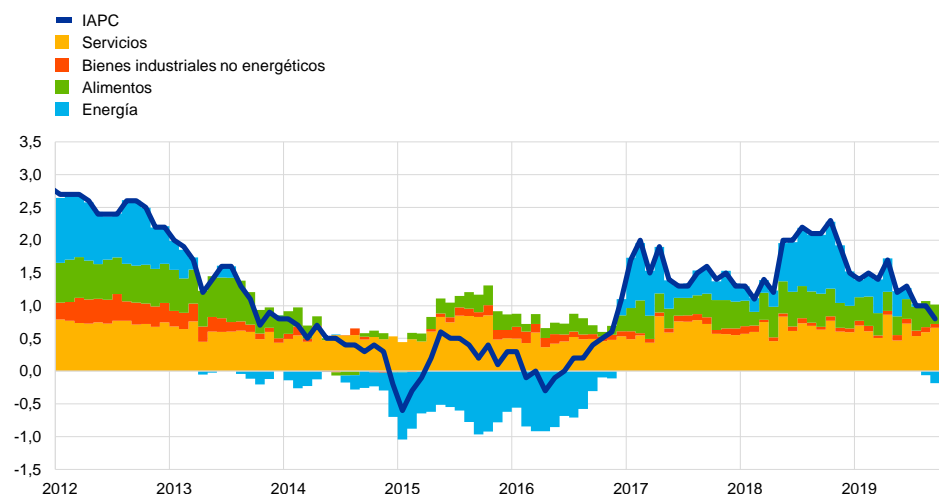
## 4 Precios y costes

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

### Gráfico 7

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

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

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

<sup>1</sup> Se estima que los cambios en el método de contabilización de los precios de los paquetes turísticos en Alemania han tenido un impacto a la baja sobre la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, en la zona del euro. Para una información más detallada, véase el recuadro titulado «Dampening special effect in the HICP in July 2019» del artículo titulado «Economic conditions in Germany», *Monthly Report*, Deutsche Bundesbank, agosto de 2019, pp. 57-59.

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

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

**El crecimiento de los salarios siguió siendo vigoroso.** La tasa de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado se situó en el 2,3 % en el primer trimestre de 2019 y en el 2,2 % en el segundo trimestre. Las cifras correspondientes al primer y al segundo trimestre de 2019 se vieron afectadas por una caída significativa de las cotizaciones sociales en Francia debido a cambios legislativos<sup>3</sup>. La tasa de crecimiento interanual de los sueldos y los salarios por trabajador —que excluye las cotizaciones sociales y, por tanto, no se ve afectada por el cambio de la legislación francesa— fue del 2,5 % en el segundo trimestre, frente al 2,6 % del primer trimestre y el 2,3 % registrado, en promedio, el año anterior. La tasa de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado se ha estabilizado desde mediados de 2018 en un nivel ligeramente superior a su media histórica del 2,1 %<sup>4</sup>.

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

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

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

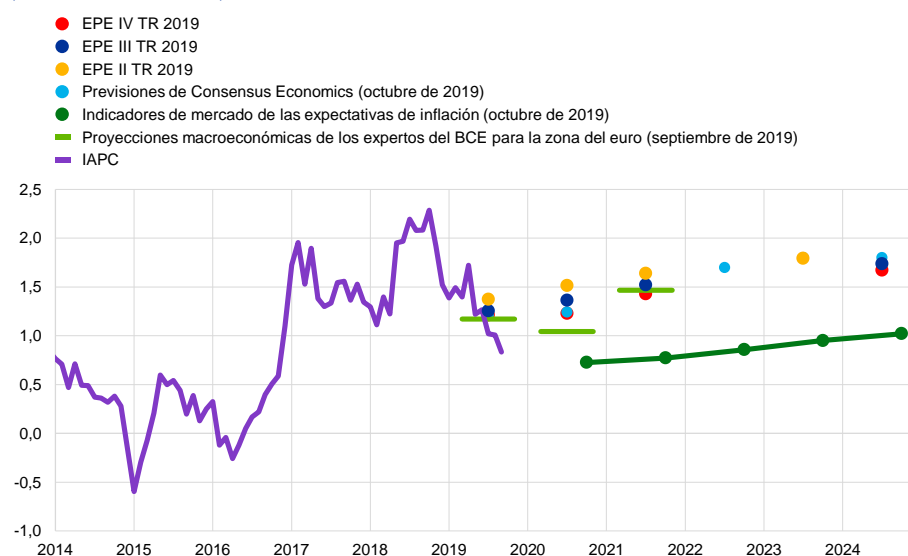
<sup>4</sup> La media histórica se basa en los datos correspondientes al período comprendido entre el primer trimestre de 1999 y el segundo trimestre de 2019.

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

### Gráfico 8

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

(tasas de variación interanual)



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

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

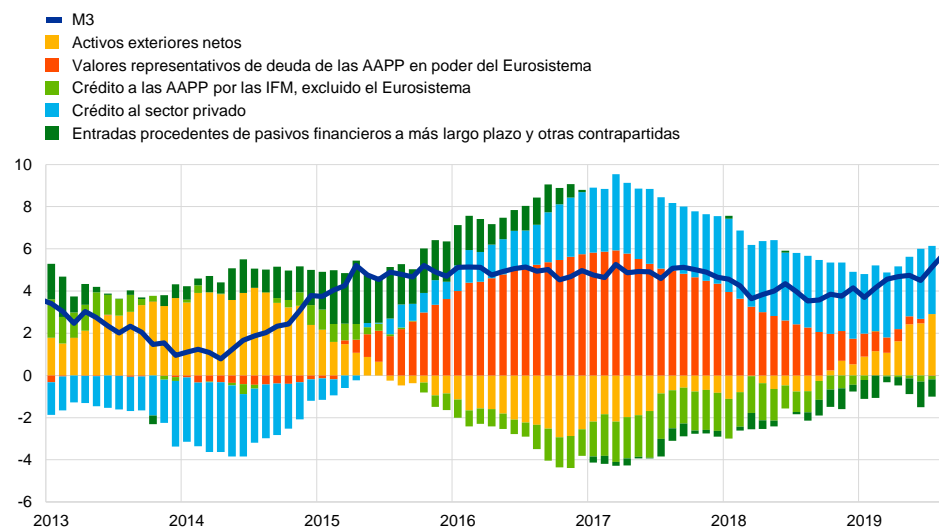
## 5 Dinero y crédito

### El crecimiento del agregado monetario amplio (M3) siguió siendo vigoroso en agosto.

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

### Gráfico 9 M3 y sus contrapartidas

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



Fuente: BCE.

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

### Los flujos monetarios externos se estabilizaron y el crédito al sector privado siguió siendo la principal fuente de crecimiento monetario.

La menor aportación del APP al crecimiento de M3 (véanse las barras de color rojo del gráfico 9) se ha visto compensada, en gran medida, por la contribución positiva del crédito al sector privado (véanse las barras de color azul del gráfico 9). Asimismo, las entradas de

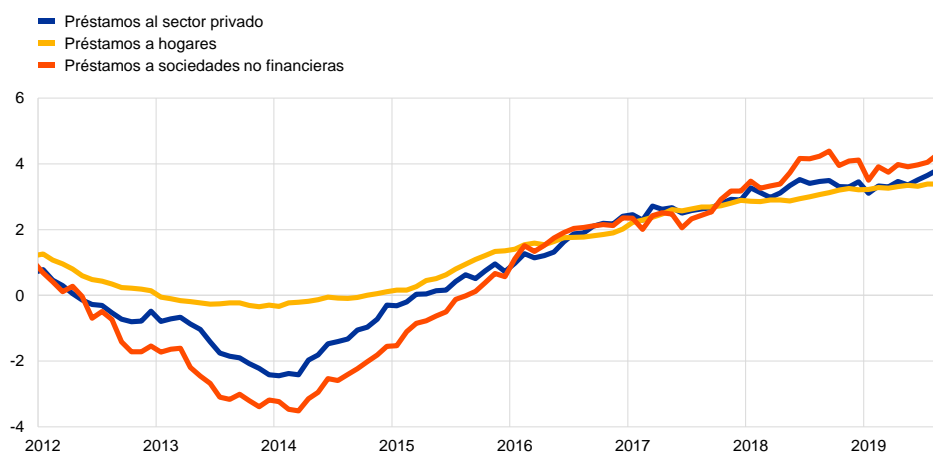
flujos monetarios externos (véanse las barras de color amarillo del gráfico 9) han supuesto una aportación positiva al crecimiento de M3 desde octubre de 2018, lo que refleja el mayor interés de los inversores extranjeros por los activos de la zona del euro. La contribución del crédito a las Administraciones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

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

## Gráfico 10

### Préstamos al sector privado

(tasa de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

### Según la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de octubre de 2019, los criterios de aprobación de los préstamos concedidos a empresas y de los otorgados a hogares para adquisición de vivienda se han suavizado ligeramente.

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

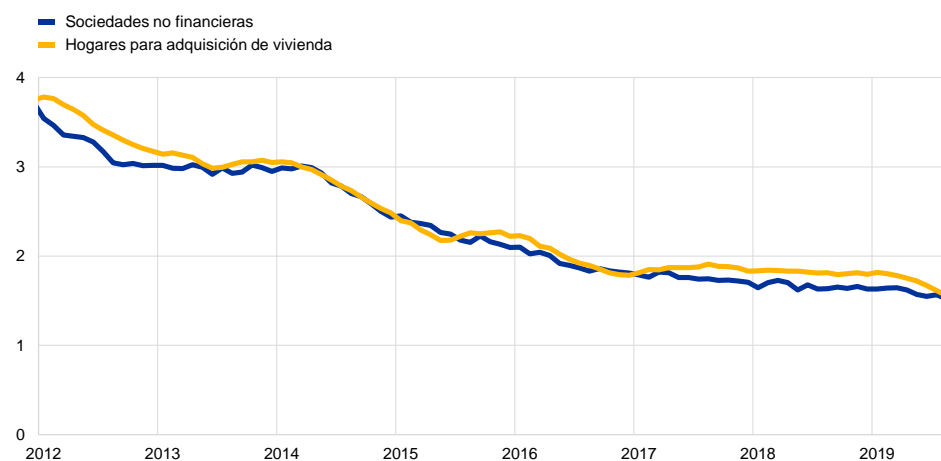
### Los tipos de interés de los préstamos han continuado moderándose, en línea con los tipos de interés de referencia del mercado, sustentando así el

**crecimiento económico de la zona del euro.** En agosto de 2019, los tipos de interés sintéticos de los préstamos bancarios concedidos a las sociedades no financieras y a los hogares para adquisición de vivienda se situaron en nuevos mínimos históricos, en el 1,52 % y el 1,56 %, respectivamente (véase gráfico 11). La presión de la competencia y unos costes de la financiación bancaria más favorables moderaron los tipos aplicados a los préstamos concedidos a las sociedades no financieras y a los hogares de la zona del euro. En general, los tipos sintéticos de los préstamos bancarios otorgados a las sociedades no financieras y a los hogares han disminuido considerablemente desde que el BCE anunció medidas de expansión crediticia en junio de 2014 y, entre mayo de 2014 y agosto de 2019, cayeron en torno a 140 y 135 puntos básicos, respectivamente. La reducción de los tipos del crédito bancario concedido a las sociedades no financieras, incluidos los préstamos a las pequeñas empresas (suponiendo que los créditos de hasta 250.000 euros se otorgan, sobre todo, a pequeñas empresas), fue especialmente significativa en los países de la zona del euro que estuvieron más expuestos a la crisis financiera. En conjunto, ello indica una transmisión más homogénea de la política monetaria a los tipos de interés de los préstamos bancarios en todos los países de la zona del euro y en todos los tamaños de empresas.

### Gráfico 11

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

(porcentajes)



Fuente: BCE.

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

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

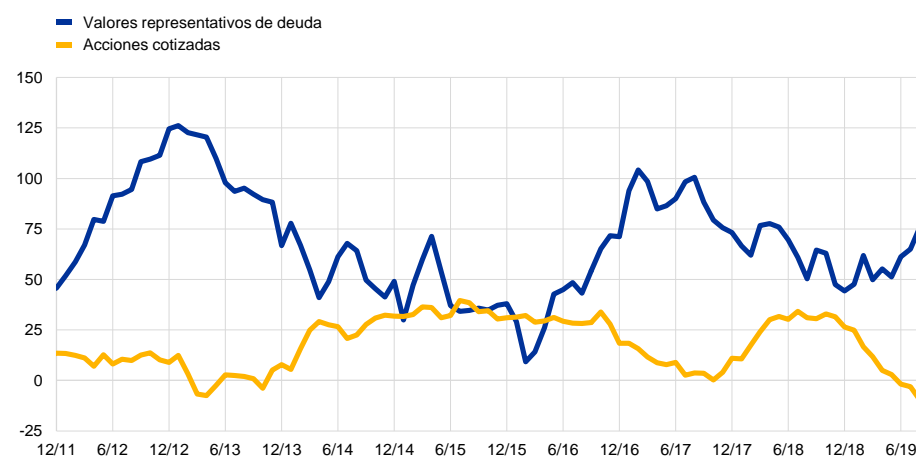


representativos de deuda emitidos por una sociedad no financiera en un Estado miembro. En general, los flujos interanuales de valores representativos de deuda siguieron aumentando y volvieron a los niveles de finales de 2017 (véase gráfico 12). Los datos de mercado disponibles sugieren que las emisiones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

### Gráfico 12

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

(flujos interanuales en mm de euros)



Fuente: BCE.

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

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

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

# Recuadros

## 1 Adiós eonia, hola €STR

Pascal Nicoloso y Vladimir Tsonchev

**El 2 de octubre de 2019, el BCE empezó a publicar el nuevo tipo de interés de depósito a un día de referencia para la zona del euro: el tipo a corto plazo del euro o €STR.** El cálculo del €STR se basa íntegramente en las operaciones en euros con contrapartes financieras comunicadas en el marco del reglamento relativo a las estadísticas de los mercados monetarios (MMSR, por sus siglas en inglés), el Reglamento (UE) n.º 1333/2014. Este tipo de interés refleja el coste de financiación de las entidades de crédito de la zona del euro en el mercado mayorista de depósitos<sup>5</sup>, mientras que el eonia era un tipo de interés interbancario de oferta. El €STR se publica cada día hábil de TARGET2 a las 8:00 horas (hora central europea) y se basa en las operaciones realizadas y liquidadas el día hábil de TARGET2 anterior. Su representatividad queda garantizada con una política de suficiencia de datos que exige: a) que contribuyan, como mínimo, 20 entidades de crédito que actualmente presentan información con arreglo al Reglamento MMSR, y b) que los cinco agentes informadores de mayor tamaño representen menos del 75 % del volumen de operaciones de un día determinado.

El 2 de octubre de 2019, tras las recomendaciones formuladas por un grupo de trabajo del sector privado<sup>6</sup> y una consulta pública, el administrador del eonia (el European Money Markets Institute) modificó la metodología para que, hasta que deje de utilizarse, el 3 de enero de 2022, se calcule aplicando un diferencial fijo de 8,5 puntos básicos al €STR. Con ello se pone fin a un período de veinte años en el que el eonia fue la referencia para los tipos de interés a corto plazo en la zona del euro.

**El €STR se ha estrenado con éxito desde el punto de vista técnico y del mercado.** Como la introducción del nuevo tipo de referencia y la modificación de la metodología de cálculo del eonia ya se habían comunicado con detalle al sector financiero, que realizó los ajustes correspondientes, no se produjeron interrupciones graves. Por ejemplo, los sistemas internos se ajustaron para tener en cuenta la nueva hora de publicación del tipo de referencia (la mañana del día siguiente a la fecha de referencia). Además, se realizaron las primeras operaciones referenciadas al €STR en el mercado OTC de *swaps* y las primeras emisiones de valores.

**El proceso diario de determinación del €STR está funcionando con fluidez y fiabilidad gracias al compromiso de todo el Eurosistema y de las entidades de crédito que presentan información en el marco del Reglamento MMSR.**

Asimismo, la metodología de cálculo del €STR ha demostrado su fiabilidad, como ilustran dos ejemplos. En primer lugar, la rebaja del tipo de interés de la facilidad de

<sup>5</sup> En el [sitio web](#) del BCE se puede consultar más información sobre el €STR y la metodología de cálculo.

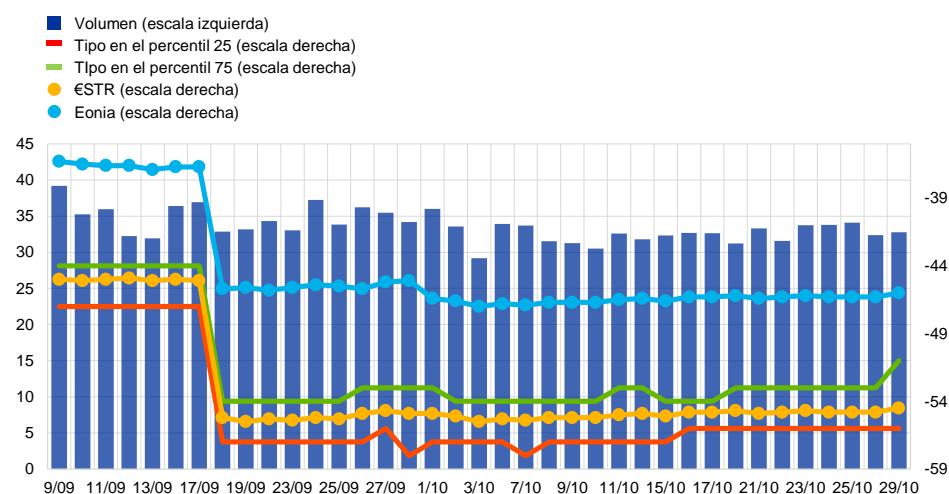
<sup>6</sup> Para información acerca del grupo de trabajo sobre tipos de interés libres de riesgo, véase el [sitio web](#) del BCE.

depósito del BCE del 18 de septiembre se transmitió plenamente y de forma inmediata, como muestran los datos del €STR preliminar (*pre-€STR*) y, desde el 1 de octubre, el tipo de interés y la distribución de las operaciones subyacentes en los percentiles 25 y 75 han permanecido bastante estables, con volúmenes que oscilan entre los 29 mm de euros y los 35 mm de euros (véase gráfico A). En segundo lugar, el 3 de octubre de 2019, festivo en Alemania, tuvo un impacto insignificante en el tipo y en sus distintas métricas. Aunque ese día el volumen se redujo en 4,3 mm de euros con respecto al del día anterior, se mantuvo una distancia cómoda entre las métricas de participación y concentración, por un lado, y los umbrales que activan el procedimiento de contingencia con arreglo a la política de suficiencia de datos que se explica en el primer párrafo (véase gráfico B), por otro.

### Gráfico A

#### €STR desde el 9 de septiembre de 2019

(escala izquierda: mm de euros; escala derecha: puntos básicos)



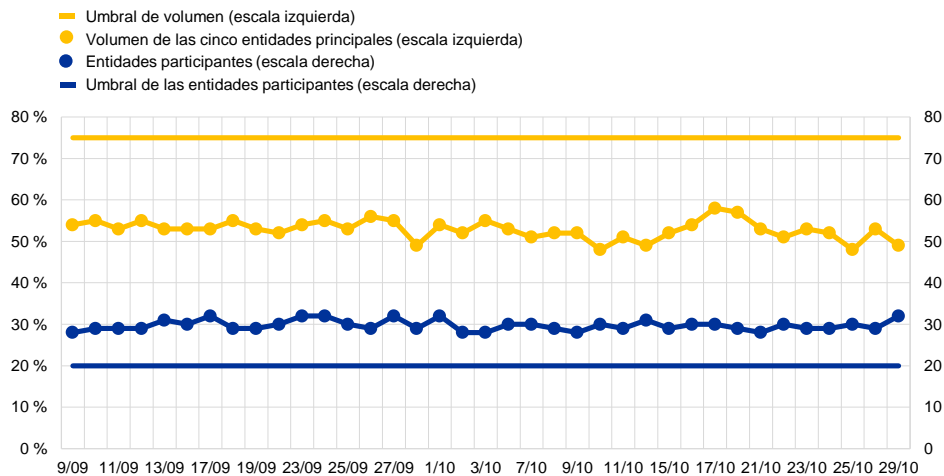
Fuente: BCE.

Nota: *Pre-€STR* hasta el 30 de septiembre, €STR a partir del 1 de octubre.

## Gráfico B

### Métricas del procedimiento de contingencia del €STR desde el 9 de septiembre de 2019

(escala izquierda: porcentajes; escala derecha: número de entidades de crédito)



Fuente: BCE.

Nota: Pre-€STR hasta el 30 de septiembre, €STR a partir del 1 de octubre.

## La evolución del sector servicios y su relación con las manufacturas

Magnus Forsells, Neale Kennedy y Lisa Marie Timm

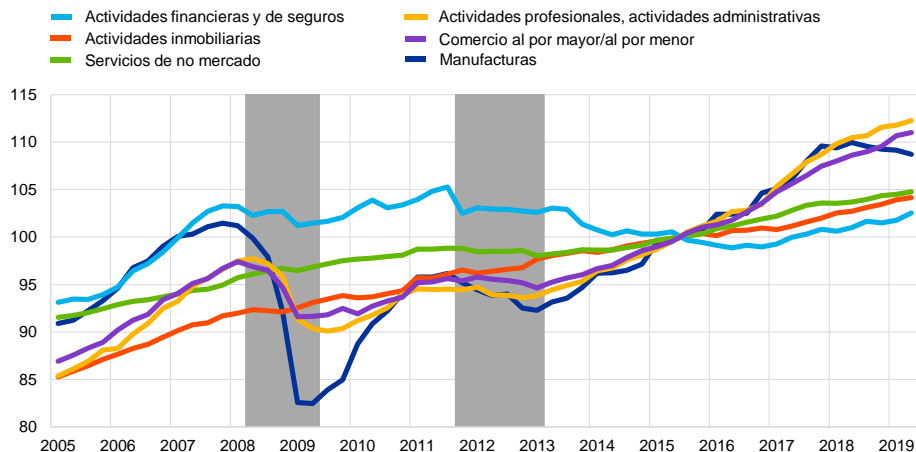
**En este recuadro se analiza el sector servicios de la zona del euro y su relación con las manufacturas, centrandó la atención especialmente en la medida en que los servicios podrían verse afectados por la reciente desaceleración de la actividad manufacturera.** El crecimiento económico de la zona del euro se ha ralentizado en los últimos trimestres, principalmente como consecuencia del impacto de la actual debilidad del comercio internacional sobre el sector manufacturero, en un entorno de incertidumbre prolongada a escala mundial. Sin embargo, pese a la desaceleración de las manufacturas, los servicios han registrado hasta ahora unos niveles de actividad relativamente sólidos. Es probable que ello se deba a la capacidad de resistencia de la demanda interna, respaldada por una orientación muy acomodaticia de la política monetaria que continúa prestando apoyo a los mercados de trabajo y creando unas condiciones de financiación favorables. El sector servicios es un importante motor de la actividad económica general de la zona del euro y representa más del 70 % del valor añadido total.

**El sector servicios es muy heterogéneo.** Si se considera en su conjunto, resulta útil distinguir entre servicios de mercado y servicios de no mercado. Este último subgrupo, que comprende ramas como la educación y las actividades sanitarias, constituye alrededor de una tercera parte del total de los servicios. Su crecimiento tiende a ser relativamente estable y de carácter no cíclico (véase gráfico A), como sucedió durante la expansión económica que comenzó en 2013 (tras la crisis de la deuda soberana) y desde que se inició la fase de ralentización económica en 2018. Los servicios de mercado suelen presentar patrones de crecimiento más cíclicos. Este subgrupo de los servicios incluye sectores diversos, como el comercio al por mayor y al por menor, y las actividades inmobiliarias (que suponen alrededor del 15 % y el 11 % del valor añadido total, respectivamente) —más orientados hacia los consumidores—, así como las actividades financieras y de seguros (5 % del valor añadido) y otros servicios más orientados a las empresas. A diferencia del de las manufacturas, estos sectores han seguido registrando tasas de crecimiento relativamente elevadas en los últimos trimestres.

## Gráfico A

### Crecimiento del valor añadido de los servicios frente al de las manufacturas

(Índice: 2015 = 100)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las áreas sombreadas en gris representan los períodos de recesión identificados por el Euro Area Business Cycle Dating Committee del CEPR.

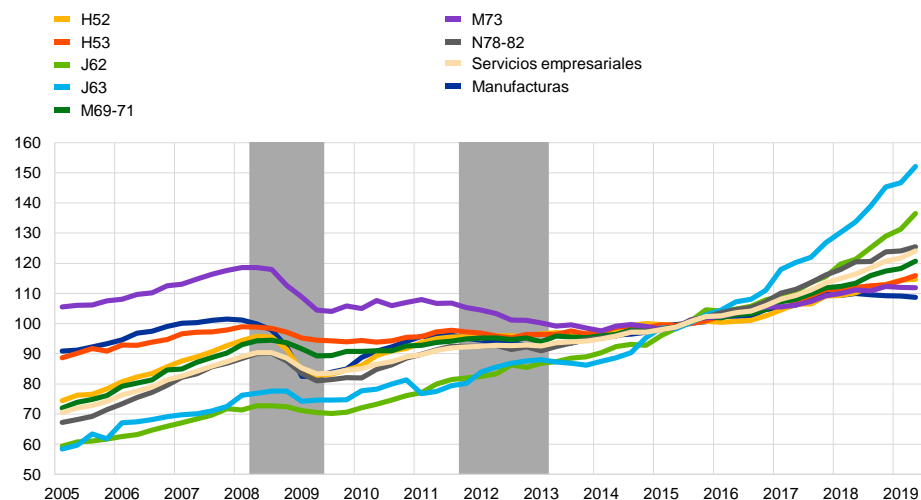
### El riesgo de que se produzcan efectos de contagio de las manufacturas a los servicios es especialmente relevante en el ámbito de los servicios empresariales.

En el gráfico B se muestra la evolución de varios sectores que, en conjunto, pueden clasificarse como servicios empresariales. Estos sectores —que abarcan parte del transporte; parte de los servicios relacionados con las tecnologías de la información y otros servicios; los servicios profesionales, científicos y técnicos, y algunos servicios administrativos y auxiliares— representan conjuntamente alrededor del 14 % del valor añadido total. Aunque, en general, estos sectores mostraron un patrón común de desaceleración durante la crisis financiera (en 2008-2009), continuaron mostrando una capacidad de resistencia relativa en 2011-2012. Durante la fase más reciente de ralentización de las manufacturas, la mayor parte de estos sectores han seguido creciendo a un ritmo vigoroso. Asimismo, en los últimos años se han observado diferencias significativas entre las tasas de expansión de los distintos sectores. Los más intensivos en conocimiento parecen haber crecido muy rápido, pero existe también cierta evidencia de que la actividad en otros sectores se ralentizó en torno al cambio de año.

## Gráfico B

### Cifra de negocios de los servicios empresariales frente a la de las manufacturas

(índice: 2015 = 100)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Los nombres de las ramas de actividad corresponden a la clasificación NACE Rev. 2. H52: almacenamiento y actividades anexas al transporte; H53: actividades postales y de correos; J62: programación, consultoría y otras actividades relacionadas con la informática; J63: servicios de información; M69-71: actividades jurídicas y de contabilidad, actividades de consultoría de gestión empresarial y servicios técnicos de arquitectura e ingeniería; M73: publicidad y estudios de mercado; N78-82: actividades relacionadas con el empleo, actividades de agencias de viajes, operadores turísticos, servicios de reservas y actividades relacionadas con estos, actividades de seguridad e investigación, actividades de limpieza y actividades administrativas de oficina.

### El análisis de la correlación entre el sector manufacturero y distintas ramas de los servicios confirma la existencia de diferentes grados de correlación, especialmente durante las fases de desaceleración cíclica.

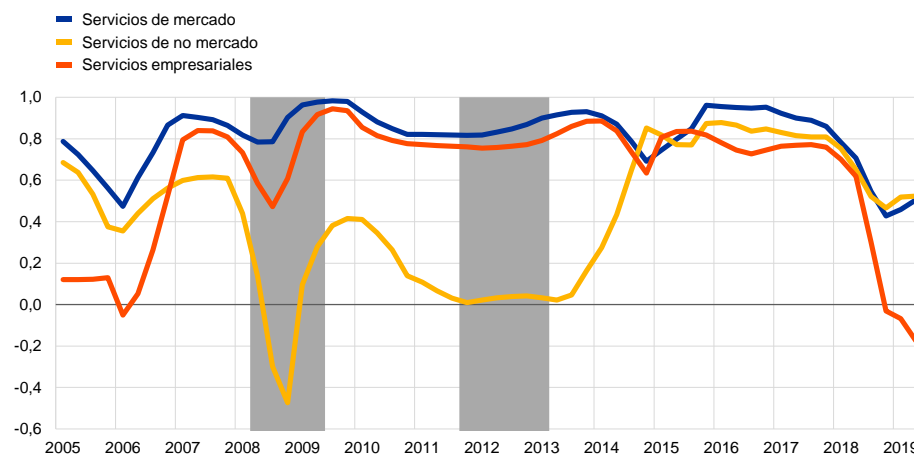
La mayor correlación entre ambos sectores se observa en parte de los servicios de mercado, incluidos los servicios empresariales. En el gráfico C se muestran las correlaciones en una ventana móvil de cinco años entre las tasas de crecimiento interanual de los servicios de mercado, de no mercado y empresariales, y la de las manufacturas. Estas correlaciones varían a lo largo del tiempo, en particular la existente entre los servicios de no mercado y las manufacturas, que disminuye durante los períodos de recesión. En los últimos años, durante los cuales ambos sectores han experimentado un crecimiento positivo y estable, la correlación ha sido más estrecha. Por otro lado, en el caso de los servicios de mercado y los empresariales, el grado de correlación es, en general, mucho más elevado y más estable durante todo el período de la muestra, aunque se ha reducido recientemente. Es posible que ello se deba al hecho de que la demanda interna haya mostrado una resistencia mayor que en períodos anteriores, reflejo de una orientación muy acomodaticia de la política monetaria que continúa prestando apoyo a los mercados de trabajo y creando unas condiciones de financiación favorables.



### Gráfico C

#### Correlaciones entre los servicios y las manufacturas en una ventana móvil de cinco años

(coeficientes de correlación)



Fuente: Cálculos del BCE.

Notas: Se han calculado las correlaciones entre las tasas de crecimiento interanual del sector de servicios correspondiente y el crecimiento del valor añadido de las manufacturas. Los servicios empresariales se han calculado como una media ponderada de los componentes.

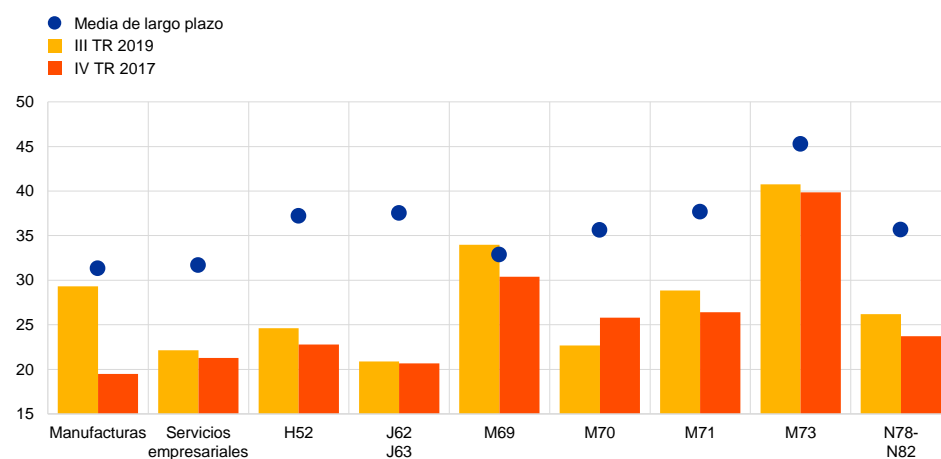
**Hasta ahora apenas se han apreciado signos de que la mayor debilidad de la demanda haya afectado a los servicios empresariales, aunque la información reciente procedente de encuestas apunta a una ralentización del crecimiento.**

La evidencia que se desprende de las encuestas realizadas por la Comisión Europea a empresas, que también permiten analizar los servicios empresariales, sugiere que la importancia de la insuficiencia de la demanda como factor limitador de la producción en estos servicios se mantiene por debajo de su media de largo plazo y que no ha variado mucho en los últimos trimestres (gráfico D). Esta apreciación contrasta con el panorama del sector manufacturero, en el que la demanda se ha debilitado claramente desde finales de 2017. No obstante, los resultados de encuestas más recientes han empeorado, lo que apunta a que el crecimiento se está desacelerando. Así pues, se ha de realizar un estrecho seguimiento de la evolución de los servicios empresariales en los próximos meses, así como de otros sectores de servicios importantes, para detectar signos de contagio de la ralentización registrada en el sector manufacturero.

## Gráfico D

Percepción de la importancia de la insuficiencia de demanda como factor limitador de la producción en las manufacturas y en los servicios empresariales

(saldos netos)



Fuente: Comisión Europea.

Notas: Véase la nota del gráfico B, que incluye una descripción de los subgrupos de servicios empresariales. La media de largo plazo se refiere al período 2003-2019.

### 3 Un trazador estilizado de los ciclos del mercado de trabajo en la zona del euro basado en las opiniones de directivos de empresas

Vasco Botelho

**En este recuadro se analiza la posición cíclica actual del mercado de trabajo de la zona del euro a través de un trazador estilizado de las fluctuaciones del empleo y de la producción utilizando datos de las encuestas a directivos de compras (PMI).** El PMI es un conjunto de indicadores mensuales que, debido a la actualidad de sus datos y a su frecuencia mensual, pueden emplearse para predecir variaciones de la tasa de crecimiento de variables macroeconómicas fundamentales, como el empleo o el PIB real. Sin embargo, los PMI mensuales también pueden ser muy volátiles en el tiempo, ya que contienen información no solo sobre factores estructurales y la posición cíclica de la economía, sino también sobre las opiniones de los directivos respecto a las reacciones inmediatas de sus empresas a eventos idiosincrásicos a lo largo del tiempo. Es probable que este último componente de la información obtenida de los PMI se vea afectado por posibles errores de medición o por asimetrías de información. Por su naturaleza, un trazador estilizado del mercado de trabajo<sup>7</sup> se construye aplicando un filtro de paso bajo a los datos mensuales subyacentes sobre empleo y producción de los PMI, con el fin de suavizarlos y de separar la información relevante para valorar la posición cíclica actual del mercado de trabajo.

**El trazador estilizado de los ciclos del mercado de trabajo de la zona del euro se crea yuxtaponiendo la evolución del indicador PMI relativo al empleo con la del indicador PMI de producción.** Si el indicador PMI relativo al empleo se sitúa en un nivel superior (inferior) a 50, ello implica que se espera que el empleo crezca (disminuya) ese mes, y lo mismo sucede con la relación entre el nivel del indicador PMI de producción y las expectativas de evolución del PIB real ese mes. Habida cuenta de la posibilidad de utilizar los datos de los PMI para interpretar la evolución agregada del empleo y del PIB, el trazador estilizado de los ciclos del mercado de trabajo de la zona del euro se visualiza a través de un gráfico en el que se muestran los niveles de los indicadores PMI relativos al empleo y a la producción en relación con sus variaciones intermensuales respectivas. Esto permite identificar cuatro

<sup>7</sup> El enfoque que se sigue en este recuadro es similar al Trazador de Clima Económico (ECT, por sus siglas en inglés), desarrollado por la Comisión Europea y aplicado a sus encuestas de opinión. Para más detalles sobre cómo se elabora el ECT, véase la [documentación metodológica](#) relacionada. Se puede acceder a información sobre el último ECT en la publicación de la Comisión Europea, titulada «[European Business Cycle Indicators: 3<sup>rd</sup> Quarter 2019](#)». Las técnicas de visualización de datos que se utilizan en este recuadro son comparables a las empleadas por la Comisión Europea, y el trazador estilizado es distinto del ECT, ya que se usa el filtro de paso de banda aproximado desarrollado por L. J. Christiano y T. J. Fitzgerald, «The Band Pass Filter», *International Economic Review*, vol. 44, n.º 2, 2003, pp. 435-465, que permite descomponer cada indicador PMI en un componente tendencial, un componente cíclico y un componente de alta frecuencia que puede capturar la exuberancia de las variaciones de los datos de los PMI y vincularlas a fluctuaciones de la economía de duración muy breve (ciclos de menos de seis trimestres). Por tanto, en este recuadro, el trazador estilizado se construye como la suma de los componentes tendencial y cíclico del índice PMI relativo al empleo. Un enfoque similar se aplica al PMI de la producción, con el fin de comparar la posición cíclica actual del mercado de trabajo con la de la actividad económica.

posiciones en el ciclo del mercado de trabajo: 1) un nivel superior a 50 que muestra un incremento intermensual se interpreta como una expansión; 2) un nivel superior a 50, pero en disminución en términos intermensuales, indica una desaceleración; 3) un nivel inferior a 50, pero en disminución, se considera indicativo de una recesión, y 4) si el nivel es inferior a 50, pero muestra mejoras mensuales, señala una recuperación. Además, se alcanza un máximo (o un mínimo) local cuando el trazador no muestra variaciones durante el mes y se sitúa en un nivel superior (inferior) a 50.

**El trazador estilizado del mercado de trabajo en la zona del euro señala una desaceleración desde febrero de 2018, con un desfase del trazador relativo al empleo respecto al de la producción**<sup>8</sup>. El gráfico A muestra la posición cíclica del mercado de trabajo de la zona del euro durante los siete últimos años, de septiembre de 2012 a septiembre de 2019. La opinión de los directivos sobre la evolución del empleo y de la producción en sus empresas es un indicador adelantado de la evolución agregada de los datos cuantitativos, en particular al comienzo de la actual recuperación. Según los trazadores estilizados basados en los PMI de empleo y de producción, el mercado de trabajo de la zona del euro se ha recuperado desde diciembre de 2012, mientras que la producción ha seguido una senda de recuperación desde septiembre de ese año, un par de meses antes que el mínimo oficial anunciado por el Euro Area Business Cycle Dating Committee del Centre for Economic Policy Research para la economía de la zona del euro. Se considera que, en septiembre de 2019, el mercado de trabajo de la zona del euro seguía en territorio de desaceleración, en el que se adentraron los trazadores relativos al empleo y a la producción en febrero de 2018 y octubre de 2017, respectivamente. Las actuales fluctuaciones del empleo y de la producción se consideran acordes con una fase más madura del ciclo, que suele caracterizarse por registrar movimientos en el territorio expansión-desaceleración.

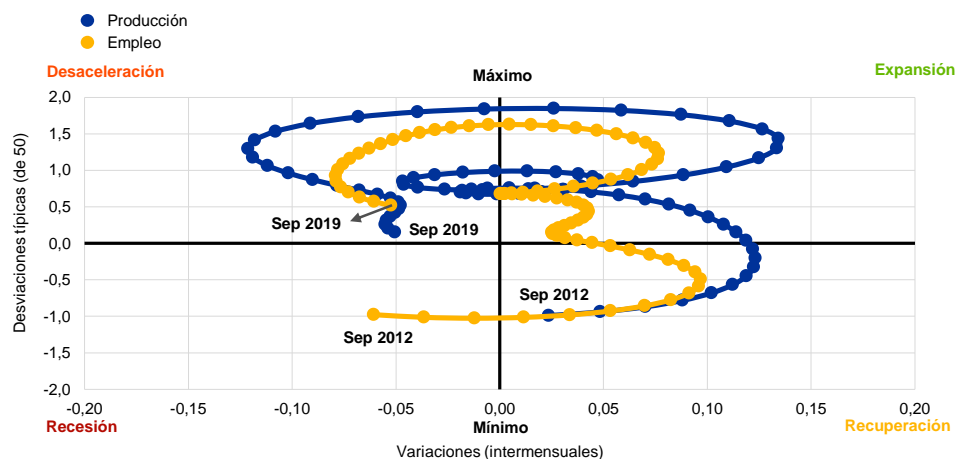
---

<sup>8</sup> El desfase que muestra el empleo con respecto a la producción es acorde con la existencia de costes de ajuste del factor trabajo o con rigideces del mercado laboral a escala empresarial. Por definición, el trazador estilizado del mercado de trabajo proporciona evidencia de que las empresas consideran ajustar otros factores de producción (incluyendo variaciones del margen intensivo del factor trabajo) en respuesta a fluctuaciones de sus niveles de producción, antes de optimizar sus respectivos niveles de empleo mediante ajustes de los procesos de contratación y despido. La respuesta retardada del empleo respecto al PIB es asimismo evidente en los datos de las cuentas nacionales, como se explica en el recuadro titulado «Crecimiento del empleo y del PIB en la zona del euro», *Boletín Económico*, número 2, BCE, 2019.

## Gráfico A

### Trazador estilizado de la posición cíclica del mercado de trabajo de la zona del euro

(eje de ordenadas: niveles; eje de abscisas: variaciones intermensuales; todos los valores están expresados en desviaciones típicas de 50)



Fuentes: Markit y cálculos del BCE.

Nota: La última observación corresponde a septiembre de 2019.

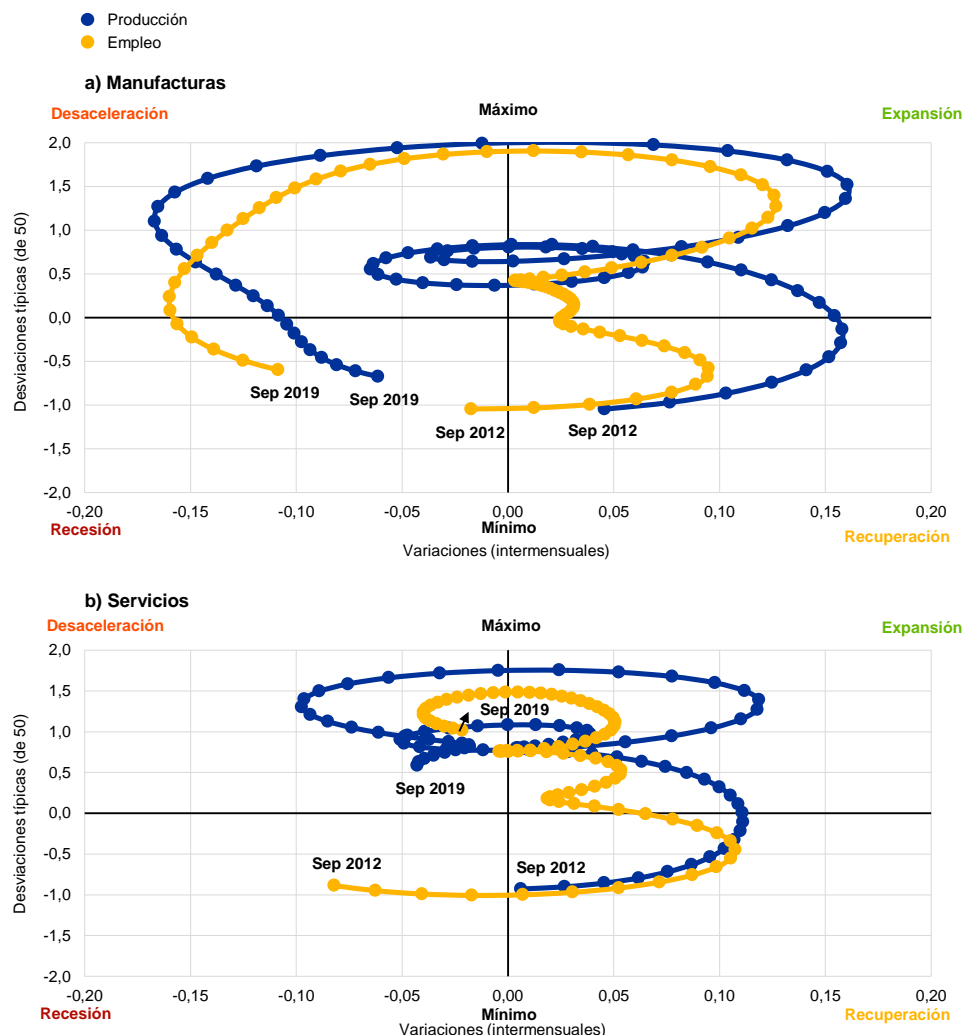
**La desaceleración del mercado de trabajo de la zona del euro se caracteriza por la dicotomía existente entre la debilidad de las manufacturas y la resistencia de los servicios (véase gráfico B)<sup>9</sup>.** El trazador relativo al empleo sugiere que, en el sector manufacturero, el mercado de trabajo entró en recesión en mayo de 2019, tres meses más tarde que la producción, después de haberse encontrado en territorio de desaceleración desde diciembre de 2017. Al mismo tiempo, se aprecia que, en el sector servicios, el empleo se está moviendo dentro del territorio expansión-desaceleración, y se observa una mayor resistencia del trazador de empleo en este sector que en el de las manufacturas. La resistencia del empleo en los servicios parece acorde, en líneas generales, con la evolución de la actividad económica de este sector, pese a que las variaciones intermensuales del trazador de la producción han sido algo más negativas en los últimos meses. Mientras tanto, el trazador de la producción manufacturera se situó en territorio recesivo, lo que podría señalar riesgos potenciales asociados a la transmisión de la debilidad de las manufacturas a los servicios. Desde una perspectiva heurística, como la evolución del empleo responde con retraso a los cambios en la actividad económica de ambos sectores, la transmisión de la debilidad de las manufacturas a la producción de los servicios hace que, en adelante, resulte esencial un estrecho seguimiento del mercado de trabajo de la zona del euro y de los canales causantes de este efecto.

<sup>9</sup> Véase el recuadro titulado «La evolución del sector servicios y su relación con las manufacturas», *Boletín Económico*, número 7, BCE, 2019.

## Gráfico B

### Trazador estilizado del mercado de trabajo de las manufacturas y de los servicios

(eje de ordenadas: niveles; eje de abscisas: variaciones intermensuales; todos los valores están expresados en desviaciones típicas de 50)



Fuentes: Markit y cálculos del BCE.

Nota: La última observación corresponde a septiembre de 2019.

**El uso de un enfoque más granular para valorar la posición actual del ciclo del mercado de trabajo sugiere que la debilidad de las manufacturas es más prevalente en las ramas de bienes de equipo y de vehículos de motor, mientras que la resistencia de los servicios es generalizada en todos los sectores.** En septiembre de 2019, el trazador muestra que la debilidad del empleo en las manufacturas fue predominante en las ramas de bienes de equipo y de bienes intermedios, en particular en las de fabricación de productos de caucho y plásticos, así como en la de maquinaria y equipo, y en la de vehículos de motor. Esta debilidad no se observa en la posición cíclica de los sectores productores de bienes de consumo, que se apoyan en la solidez de la demanda interna, pese a la actual desaceleración de la actividad económica<sup>10</sup>. Por otro lado, la evolución del

<sup>10</sup> Véase el recuadro titulado «Análisis de la desaceleración del crecimiento en 2018», *Boletín Económico*, número 8, BCE, 2018.

mercado de trabajo en los servicios sigue estando, en general, dentro del territorio expansión-desaceleración, con una trayectoria del empleo en las distintas ramas de este sector que muestra su resistencia a la debilidad que registran las manufacturas en la actualidad.

**En general, estos resultados sugieren que los servicios continúan sosteniendo el crecimiento del empleo en la zona del euro, mientras que, en las manufacturas, el empleo ha exhibido mayor debilidad desde mayo de 2019.** La cuestión es si se producirán efectos de contagio de las manufacturas a los servicios, sobre todo por las debilidades que emanan del sector del transporte<sup>11</sup>. Según el trazador de producción, este sector se ha debilitado en 2019, en paralelo a la debilidad observada en el sector manufacturero. Por tanto, existen riesgos a la baja derivados de una posible propagación de la debilidad registrada en el transporte a otras ramas de los servicios, debido al papel central que ocupa en la relación entre las manufacturas y los servicios. De cara al futuro, y habida cuenta de que el trazador del empleo parece responder con retraso a los cambios en el trazador de la producción, el riesgo a la baja derivado de una transmisión de la debilidad de las manufacturas a los servicios refuerza la necesidad de realizar un seguimiento estrecho del mercado de trabajo de la zona del euro. Se ha de tener presente que el trazador estilizado analizado en este recuadro debe tratarse con cautela durante periodos caracterizados por una incertidumbre elevada y en torno a los puntos de giro del ciclo, ya que el enfoque metodológico presenta cierta propensión a experimentar cambios importantes inducidos por la publicación de nuevos datos.

---

<sup>11</sup> Estos canales de transmisión pueden ser de carácter interno o de carácter externo, como se explica en el recuadro titulado «El papel de los factores internos y externos en la caída de la producción industrial de la zona del euro», *Boletín Económico*, número 6, BCE, 2019. En concreto, las perturbaciones externas relevantes para el sector de transportes podrían incluir una demanda externa más débil o variaciones de los precios del petróleo, mientras que la perturbación interna relevante procedería de una disminución de la demanda en el sector de transportes resultante de la debilidad interna de las manufacturas. Véase Burstein *et al.*, «Distribution costs and real exchange rate dynamics during exchange-rate-based stabilizations», *Journal of Monetary Economics*, vol. 50(6), 2003, pp. 1189-1214, para más información sobre los vínculos entre la producción del sector del transporte y otros sectores. En este documento se proporciona evidencia sobre el papel central de los transportes en la relación entre las manufacturas y las demás ramas de los servicios, que muestra que los costes de distribución son un destacado componente del precio de venta al por menor (y de los costes) de los bienes de consumo final.

## El proceso de formación de precios: resultados de una encuesta a grandes empresas

Richard Morris y Rupert de Vincent-Humphreys

**En este recuadro se resumen los resultados de una encuesta *ad hoc* del BCE a las principales empresas de la zona del euro para analizar su proceso de formación de precios.** Las estrategias que utilizan las empresas para fijar los precios son un aspecto esencial para comprender cómo ajustan sus precios a perturbaciones y, por tanto, entender, por ejemplo, el efecto de la política monetaria sobre la inflación. Las encuestas son una herramienta útil para obtener evidencia a este respecto, como se muestra, en particular, en el trabajo seminal de Blinder<sup>12</sup>. Hace algún tiempo se recabó evidencia sobre el proceso de formación de precios de las empresas de la zona del euro a partir de la encuesta realizada por la Inflation Persistence Network del Eurosistema (véase Fabiani *et al.*, 2005)<sup>13</sup>. En la encuesta analizada en este recuadro se aprovechan elementos de las anteriores, al tiempo que se obtiene evidencia más cualitativa sobre las distintas dimensiones del proceso de formación de precios.

**El objetivo principal de la encuesta era obtener una visión general de cómo las empresas fijan los precios, incluidas las dimensiones específicas que se indican a continuación.** ¿Diferencian las empresas en función del mercado geográfico, el tipo de cliente o el canal de venta? ¿Con qué frecuencia suelen revisar y modificar sus precios? ¿Qué consideraciones tienen en cuenta las empresas al fijar los precios? ¿Qué aspectos del proceso de formación de precios se traducirán probablemente en un ajuste lento de estos? Los 58 participantes en la encuesta son las principales empresas no financieras que operan en la zona del euro, cuyas ventas globales equivaldrían a alrededor del 2 % del producto del conjunto de la zona. El sector industrial y los servicios están representados prácticamente igual en la muestra. Asimismo, esta puede dividirse en partes casi idénticas entre: i) empresas que venden principalmente a consumidores de forma directa; ii) empresas proveedoras de otras que venden principalmente a consumidores, y iii) empresas proveedoras de empresas que, a su vez, venden a otras compañías. En otras palabras, se recibieron respuestas de empresas que operan en distintos puntos de la cadena de suministro.

**La mayoría de los participantes indicaron que sus precios varían en función del mercado geográfico y el tipo de cliente (véase gráfico A).** Se considera que modificar los precios dependiendo del mercado geográfico es necesario para adaptarse a las condiciones locales de oferta y de demanda. Muchas empresas señalaron que afrontan distintos costes de producción local, que incluyen costes laborales, personal cualificado, impuestos, regulación y logística. Las divergencias

<sup>12</sup> Véase A. S. Blinder, «On sticky prices: academic theories meet the real world», en *Monetary Policy*, Gregory Mankiw (ed.), The University of Chicago Press, 1994.

<sup>13</sup> Véase S. Fabiani *et al.*, «The pricing behaviour of firms in the euro area – new survey evidence», *Working Paper Series*, n.º 535, BCE, octubre de 2005.



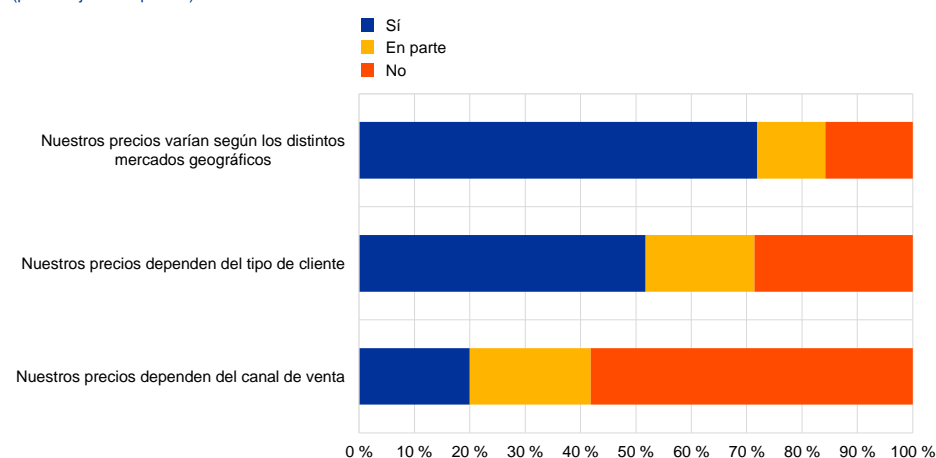
en los insumos suministrados localmente podrían afectar asimismo a la calidad del producto. Las preferencias de los clientes también varían según las distintas regiones geográficas, lo que hace necesario el uso de marcas y/o niveles de servicio diferentes entre ellas. En cuanto a adaptar los precios al tipo de cliente, en las ventas entre empresas el volumen de los contratos es un factor significativo, dada la necesidad de atraer y conservar a clientes estratégicos. Los participantes también mencionaron la importancia de distinguir entre clientes mayoristas y minoristas y/o entre profesionales y privados. Por último, se podían ofrecer descuentos a determinados clientes si se consideraba que el riesgo de perderlos era elevado.

**La mayor parte de las empresas indicaron que sus precios no dependen del canal de venta.** Así, por ejemplo, la mayoría cobra lo mismo por las ventas a través de internet que por las ventas en establecimientos físicos o por teléfono. Sin embargo, los precios de algunos productos que solo pueden adquirirse a través de internet difieren de los de productos equivalentes disponibles por otros canales, debido a que sus costes son más bajos porque conllevan menos servicios. En los segmentos de ventas entre empresas, los precios de productos equivalentes suelen variar dependiendo de si se adquieren mediante contratos de suministro a granel o comunitarios, subastas u operaciones en el mercado.

### Gráfico A

Variación de los precios en función del mercado geográfico, el cliente y el canal de venta

(porcentaje de empresas)



Fuente: Cálculos del BCE.

**La frecuencia habitual de las revisiones y las modificaciones de los precios varía dependiendo del sector económico (véase gráfico B).** Se pidió a las empresas que se centrasen en su producto principal (o representativo) y que eligieran la frecuencia con la que revisaban y modificaban los precios<sup>14</sup> entre varias opciones, que iban desde «diariamente» hasta «menos de una vez cada tres años». Además, las empresas también podían responder que los precios solo se revisaban o modificaban «de forma irregular en respuesta a acontecimientos concretos».

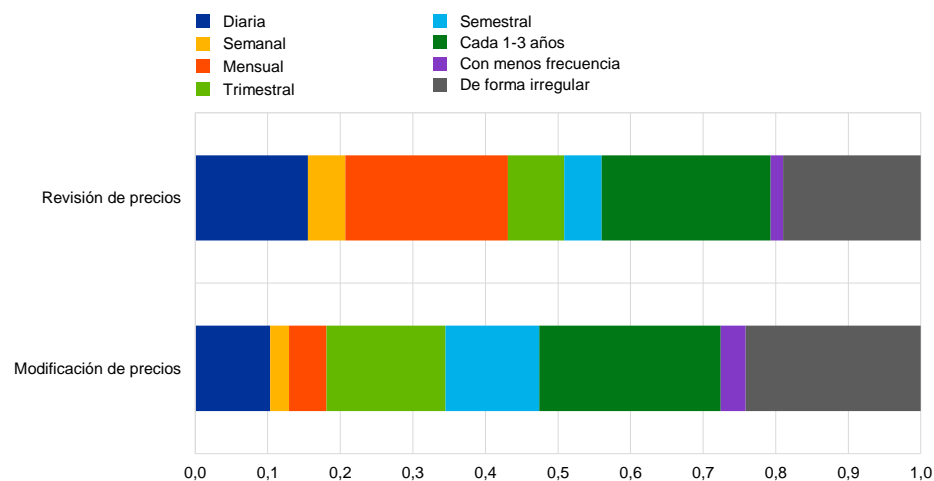
<sup>14</sup> Se considera que una revisión de precios consiste en analizar los precios vigentes y tomar una decisión sobre si se van a modificar o no y, en caso afirmativo, en qué medida. Por lo tanto, las modificaciones de los precios solo pueden realizarse con igual o menor frecuencia que las revisiones de los precios.

Algunas empresas señalaron que revisaban los precios periódicamente y de forma irregular en respuesta a acontecimientos concretos.

### Gráfico B

#### Frecuencia habitual de las revisiones y de las modificaciones de los precios de un producto representativo

(porcentaje de empresas)



Fuente: Cálculos del BCE.

Nota: Las barras que representan el porcentaje de empresas que revisan o modifican los precios «de forma irregular o en respuesta a acontecimientos concretos» incluyen únicamente las que no indicaron otra frecuencia habitual de revisión y/o modificación de los precios.

#### Las revisiones y las modificaciones de los precios suelen ser más frecuentes en el sector minorista y menos en los servicios prestados a consumidores y a empresas, y el sector manufacturero se encuentra en algún punto intermedio.

La mayoría de los minoristas que respondieron a la encuesta indicaron que revisan sus precios cada mes, cada semana o incluso cada día, dependiendo de la gama de productos. Asimismo, tienden a modificar los precios con bastante frecuencia. En el sector manufacturero, los precios se revisan normalmente cada mes, pero solo suelen modificarse una vez al trimestre, al semestre o al año. Sin embargo, si se excluyen el comercio minorista y el transporte (donde los precios vienen determinados, en parte, por el combustible), la mayoría de los participantes de otros sectores de servicios señalaron que suelen revisar y modificar sus precios una vez al año. Ahora bien, es obvio que identificar una frecuencia «habitual» de revisión y/o modificación de los precios es complicado para las empresas con una amplia gama de productos y distintos tipos de clientes o contratos.

#### Al fijar los precios, las empresas prestan más atención a los precios de la competencia, seguidos de cerca por los costes de suministro y la demanda del producto (véase gráfico C).

En la encuesta, los participantes tenían que valorar una lista de factores e indicar si eran «no importantes», «importantes» o «muy importantes» en el proceso de formación de los precios, y sus respuestas se puntuaron con «0», «1» o «2», respectivamente. En general, los participantes consideran que los precios de la competencia son el factor más importante a la hora de fijar los precios, seguido de cerca por los costes de las materias primas y otros costes de suministro, y por la demanda del producto o servicio en cuestión. Los

costes laborales también se consideran importantes<sup>15</sup>. La importancia de los precios de la competencia parece aumentar cuanto más cerca está la empresa del consumidor, mientras que las consideraciones relativas a los costes y la demanda adquieren mayor protagonismo en el caso inverso.

### Gráfico C

#### Información que las empresas consideran en el proceso de formación de precios

(puntuación media de respuestas: 0 = no importante; 1 = importante; 2 = muy importante)



Fuente: Cálculos del BCE.

#### Los precios medios de venta se incrementan, en gran medida, mediante la introducción de nuevos productos de mayor valor añadido (véase gráfico D).

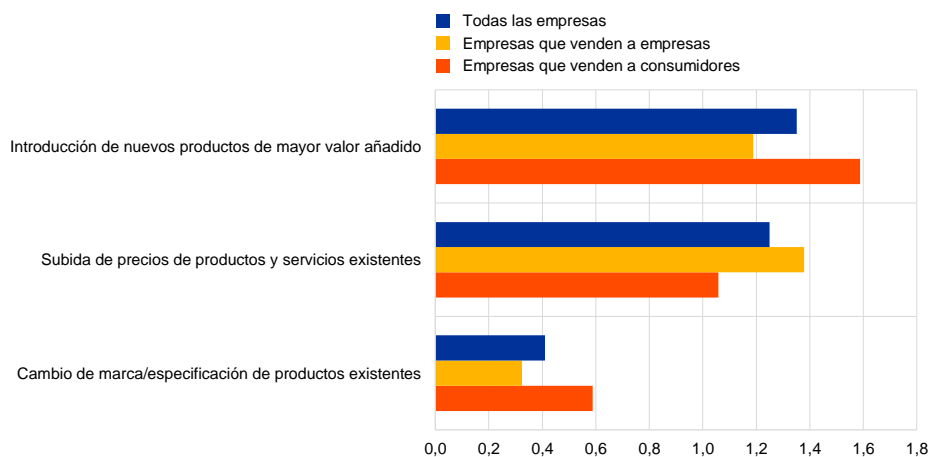
La mitad de los participantes señalaron que la introducción de nuevos productos de mayor valor añadido es «muy importante», y un tercio declaró que es «importante» para incrementar los precios medios de venta. En general, se considera que la introducción de nuevos productos es (ligeramente) más importante que aumentar los precios de los productos existentes, sobre todo en el caso de las empresas que venden directamente a los consumidores. Cambiar la marca o la especificación de los productos existentes se considera menos importante, aunque en torno a un tercio de los participantes siguen pensando que es importante. Sobre la base de lo indicado por las empresas con respecto a cómo había cambiado su proceso de formación de precios en los últimos cinco-diez años, el enfoque centrado en añadir valor para clientes concretos parece ser una tendencia creciente en respuesta al aumento de la competencia a escala global y a la mayor transparencia de los precios impulsada por internet.

<sup>15</sup> El hecho de considerar importantes o no los «costes laborales» o los «costes de las materias primas y otros costes de suministro» depende, en buena parte, de la base de costes de la empresa. Si se consideran conjuntamente estos dos factores, los «costes de insumos» serían la consideración más importante para estas empresas en el proceso de formación de precios.

## Gráfico D

### Cómo aumentan los precios medios de venta

(puntuación media de respuestas: 0 = no importante; 1 = importante; 2 = muy importante)



Fuente: Cálculos del BCE.

### Las estrategias de fijación de precios de las empresas están en consonancia con algunas teorías de rigidez de los precios.

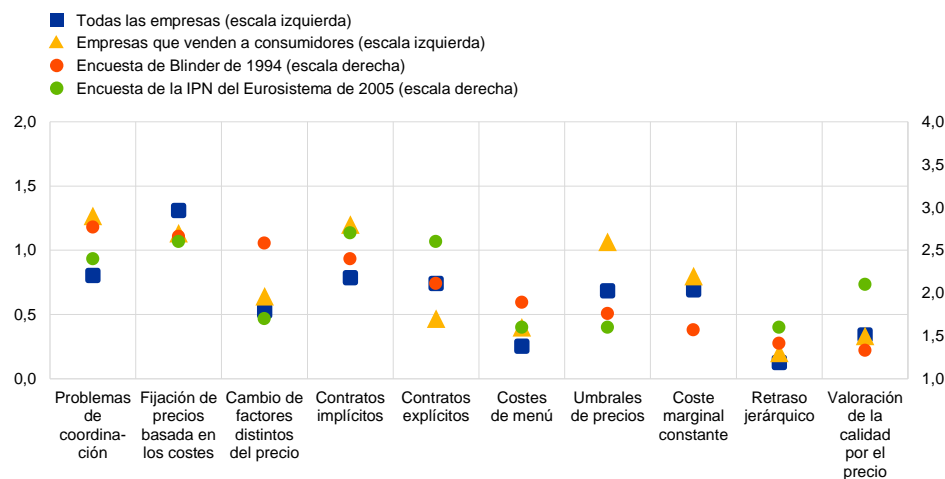
Se presentaron a las empresas varias afirmaciones, cada una relacionada con una teoría distinta de rigidez de los precios, como en la encuesta inicial de Blinder (véase el cuadro siguiente). En el gráfico E se muestran las puntuaciones de las respuestas comparándolas con las puntuaciones (y la clasificación) de la encuesta de Blinder, así como con los resultados obtenidos en la encuesta realizada por la Inflation Persistence Network (IPN) del Eurosistema en 2005. Para las empresas en general, la fijación de precios basada en los costes, los contratos (explícitos o implícitos) y los problemas de coordinación parece ser la causa principal de la rigidez de los precios. En el caso de las empresas más orientadas al consumidor, la idea de que los clientes esperan que los precios se mantengan estables (contratos implícitos) y el objetivo de mantener umbrales de precios psicológicamente atractivos son probablemente factores importantes del ajuste lento de los precios.

Teoría	Afirmación de la encuesta
<b>Problemas de coordinación</b>	Somos reacios a modificar los precios por temor a que la competencia no haga lo mismo.
<b>Fijación de precios basada en los costes</b>	Subimos los precios cuando nos damos cuenta de que han aumentado los costes.
<b>Cambio de factores distintos del precio</b>	Preferimos cambiar otros elementos de nuestros productos o servicios (por ejemplo, garantía, plazo de entrega, servicios de atención al cliente) antes que los precios.
<b>Contratos implícitos</b>	Suponemos que nuestros clientes esperan que los precios se mantengan prácticamente estables, con independencia del entorno económico.
<b>Contratos explícitos</b>	En nuestros contratos se limita nuestra capacidad de modificar los precios cuando cambian los costes.
<b>Costes de menú</b>	Modificar los precios nos supone un coste elevado.
<b>Umbral de precios</b>	Nuestro objetivo de precios influye más en el proceso de formación de precios.
<b>Coste marginal constante</b>	Nuestros costes no varían mucho cuando aumentamos la producción e intentamos mantener un nivel estándar de beneficios.
<b>Retrasos jerárquicos</b>	Los retrasos dentro de nuestra organización ralentizan las decisiones sobre precios.
<b>Valoración de la calidad por el precio</b>	No bajamos los precios porque nuestros clientes pueden pensar que se reduce la calidad de nuestro producto o servicio.

## Gráfico E

### Proceso de formación de precios y posibles causas del ajuste lento de los precios

(puntuación media de respuestas)



Fuente: Cálculos del BCE.

Notas: En esta encuesta del BCE: 0 = no importante; 1 = importante; 2 = muy importante. En la encuesta de Blinder (1994) y en la encuesta de la IPN del Eurosistema (2005): 1 = nada importante; 2 = poco importante; 3 = moderadamente importante; 4 = muy importante. Las teorías se ordenan según su puntuación (de mayor a menor) en la encuesta de Blinder (1994). En la encuesta de la IPN del Eurosistema (2005) no se verificó la teoría del «coste marginal constante».

# Artículos

## Tendencias de las reservas exteriores de los bancos centrales y el caso del BCE

Livia Chițu, Joaquim Gomes y Rolf Pauli

Este artículo comienza con una revisión de las tendencias globales de las reservas exteriores de los bancos centrales en términos de tamaño, idoneidad y composición, y a continuación se examinan las reservas exteriores del BCE. Del mismo modo que los motivos para mantener reservas han variado a lo largo del tiempo y en los diferentes países, también lo han hecho su tamaño y su composición. Asimismo, los puntos de vista sobre las métricas apropiadas para medir su idoneidad también han cambiado. Las reservas internacionales de divisas aumentaron considerablemente tras la crisis financiera asiática de finales de la década de los noventa, a partir de la cual los mercados emergentes acumularon grandes reservas para protegerse frente a posibles perturbaciones. En algunos casos, el incremento de las reservas fue una consecuencia derivada de estrategias de crecimiento basadas en las exportaciones. Aunque, tradicionalmente, las reservas internacionales de divisas se han invertido, sobre todo, en activos financieros denominados en dólares estadounidenses, en los últimos años las tenencias de reservas se han diversificado en mayor medida, en lo que respecta tanto a las monedas como a las categorías de activos.

La segunda sección del artículo describe cómo se invierten las reservas exteriores del BCE teniendo en cuenta su objetivo principal, esto es, garantizar que, cuando sea necesario, el Eurosistema disponga de suficiente liquidez para realizar sus operaciones en divisas en monedas distintas de las de la UE. El marco de inversión comprende tres niveles de decisión, que reflejan: i) la política de inversión estratégica; ii) el posicionamiento táctico a medio plazo, y iii) la gestión diaria de las carteras. La manera en la que el marco involucra a los BCN del Eurosistema en la gestión activa de las reservas exteriores del BCE es a la vez singular y compleja. El artículo describe este enfoque de gestión activa, la competencia interna entre los gestores de carteras de los BCN y la diversificación de estilos de gestión de carteras que promueve el marco.

## Conclusiones

**Del mismo modo que los motivos para mantener reservas exteriores han variado a lo largo del tiempo y en los distintos países, su tamaño y su composición también han cambiado.** Las reservas internacionales de divisas han aumentado de forma considerable, especialmente desde la crisis financiera asiática de finales de la década de los noventa, a partir de la cual los mercados emergentes acumularon grandes volúmenes de reservas exteriores para protegerse frente a posibles perturbaciones, pero también, en algunos casos, como consecuencia de estrategias de crecimiento basadas en las exportaciones. Aunque, tradicionalmente,

las reservas internacionales de divisas se invertían, sobre todo, en activos financieros denominados en dólares estadounidenses, las tenencias de reservas se han diversificado en mayor medida, tanto en lo que respecta a las monedas como a las categorías de activos.

**En cuanto al BCE, el objetivo principal de mantener reservas exteriores es garantizar que, cuando sea necesario, el Eurosistema disponga de suficiente liquidez para realizar sus operaciones en divisas.** La composición de las reservas exteriores del BCE ha permanecido prácticamente estable a lo largo del tiempo, con la excepción de la reciente inclusión del renminbi chino.

**El marco de inversión de las reservas exteriores del BCE ha evolucionado a lo largo del tiempo, con el objetivo de impulsar la eficiencia y de crear incentivos para la utilización del presupuesto de riesgo disponible en cada capa de gestión activa, a la vez que se garantiza la disponibilidad de reservas con fines de política monetaria.** La gestión descentralizada de las reservas por parte de los BCN es una característica singular del marco que ofrece beneficios, como el intercambio de información y la promoción de las mejores prácticas entre los gestores de carteras. La gestión activa, impulsada por la competencia entre los gestores de carteras de los BCN, y la diversificación de los estilos de gestión de carteras han sido aspectos fundamentales del marco de inversión y han contribuido a generar un flujo estable de retornos adicionales de las inversiones superiores a los de la cartera estratégica.

**[Si desea leer el artículo completo en su versión en inglés, haga clic aquí.](#)**

© Banco Central Europeo, 2019

Apartado de correos 60640 Fráncfort del Meno, Alemania  
Teléfono: +49 69 1344 0  
Sitio web: [www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)

Todos los derechos reservados. Se permite la reproducción para fines docentes o sin ánimo de lucro, siempre que se cite la fuente. Traducción efectuada por el Banco de España. En caso de discrepancia, prevalece la versión original en inglés.

Este Boletín ha sido elaborado bajo la responsabilidad del Comité Ejecutivo del BCE. Su traducción y su publicación corren a cargo de los bancos centrales nacionales.

La recepción de información estadística para elaborar este Boletín se cerró el 23 de octubre de 2019.

La terminología específica puede consultarse en el [glosario del BCE](#) (disponible solo en inglés).

ISSN 2363-3492 (edición electrónica)  
Número de catálogo UE QB-BP-19-007-ES-N (edición electrónica)