UFM MARKET TRENDS

INFORME SEGUNDO SEMESTRE

EUROZONA

JULIO- DICIEMBRE 2015

Autor: Daniel Fernández Méndez
Asistente de Investigación: Daniel Cifuentes R.

trends.ufm.edu
2015 EUR S2

UFM UNIVERSIDAD FRANCISCO MARROQUÍN
VERITAS • LIBERTAS • IVSTITIA
MARKET TRENDS FACULTAD de CIENCIAS ECONÓMICAS
INSTITUTO JUAN DE MARIANA

Índice

Resumen ejecutivo 3

Actividad económica y empleo 4
1. PIB 4
2. Empleo 5
    a. Desempleo 5
    b. Tasa de empleo 6
3. Tendencias en actividad económica y empleo 6

Inflación y precios 7
1. Agregados monetarios 7
    a. M1 M2 M3 7
    b. Base monetaria 8
2. Índice de precios al consumidor 9
3. Índice de precios de producción 10
4. Índice de precios bursátiles 11
5. Tendencias en la evolución de precios 11

Crédito 12
1. Crédito total extendido por sistema financiero 12
2. Crédito a las empresas 13
    a. Crédito al sector productivo 13
    b. Desagregación de crédito al sector productivo 14
3. Crédito a la familia 15
    a. Total del crédito a la familia 15
    b. Desagregación del crédito a la familia 16
4. Crédito al gobierno 17
5. Tendencias en la extensión del crédito 17

Composición cualitativa del crédito 18
1. *Liquidity gap* 18
2. Indicadores del descalce de plazos 19
    a. Pendiente media en la curva de rendimientos 19
    b. *Spread* en la curva de rendimientos 20
3. Tendencias en la composición cualitativa del crédito 20

Fiscalidad 21
1. Déficit y deuda sobre el PIB 21

Balanza de pagos 22
1. Balanza por cuenta corriente 22
2. Posición financiera internacional 23
3. Balanza financiera 24
4. Tendencias en la balanza de pagos 24

Resumen ejecutivo

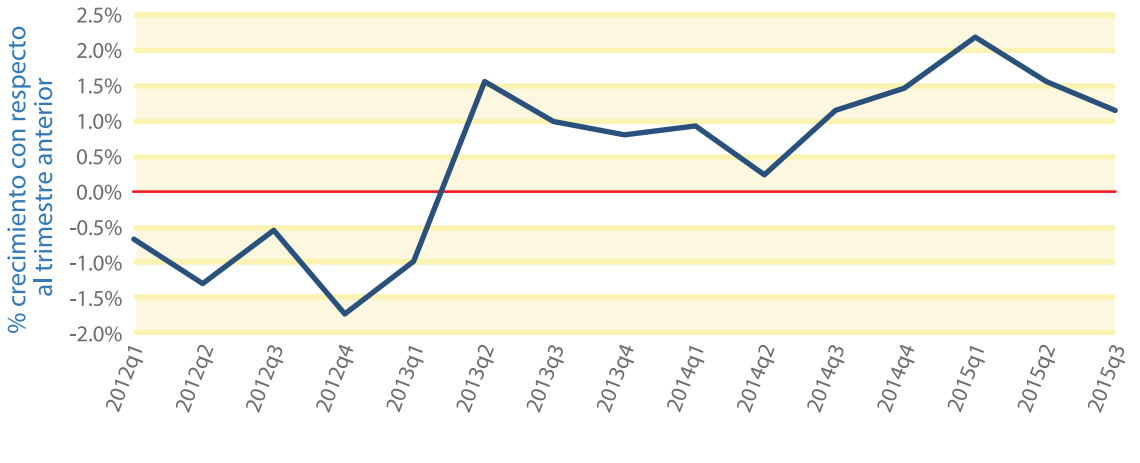
- Aumento de la actividad crediticia. Crédito a empresas y familias en aumento, crédito al sector público decreciendo. Podríamos estar frente a un efecto expulsión negativo.
- *Liquidity gap* e indicadores de calidad del crédito se encuentran estables sin señales de riesgo en el sector. No esperamos restricciones del crédito en el futuro cercano.
- Crecimiento de PIB superior al 1% anual durante 5 trimestres consecutivos, todavía lejos de crecimiento potencial. Esperamos que los incrementos en el crédito influya positivamente en el crecimiento económico. Sólida creación de empleo.
- Base monetaria sigue incrementándose a marchas aceleradas desde la flexibilización cuantitativa del BCE. Incremento más moderado de agregados monetarios. Injerencia muy limitada en los precios de consumo y nula en precios de producción.
- Consolidación fiscal empieza a rendir sus frutos, déficit sobre PIB por debajo del 2%, deuda total deja de crecer. Si la tendencia continua esperamos reducciones de deuda total para 2016.
- Gran superávit por cuenta corriente (3% PIB) que permite reducir rápidamente la posición deudora internacional de la eurozona derivada de excesos crediticios pasados.

Actividad económica y empleo

1. PIB

La actividad económica en la eurozona se desacelera por segundo trimestre consecutivo. Sin embargo, vemos cómo el crecimiento económico se mantiene todavía por encima del 1% de forma sostenida, durante cinco trimestres consecutivos. El PIB muestra crecimientos positivos durante diez trimestres consecutivos. En términos anuales, el crecimiento sigue acelerándose.

- Crecimiento PIB trimestral (3Q 15): 1.16% (1.55% 2Q 15)
- Crecimiento PIB anual (3Q 15): 1.59% (0.78% 3Q 14)



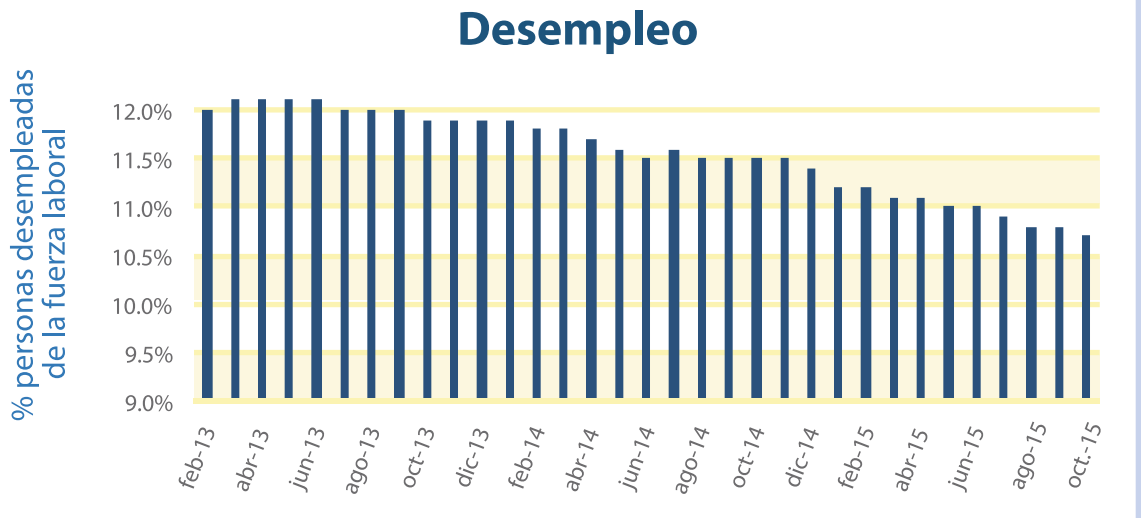
Fuente: Eurostat.

2. Empleo

a. Desempleo

El desempleo continúa decreciendo durante todo el periodo. La cifra desciende por primera vez del 11%, desde la crisis de la deuda griega en el 2012. Actualmente, el desempleo es del 10.7% y con tendencia decreciente. Es una tasa que no se repetía desde enero del 2012.

- Cambio trimestral desempleo (3Q 15): -0.3% (0.0% 2Q 2015)
- Cambio anual desempleo (octubre 15): -0.8% (-0.4% octubre 14)

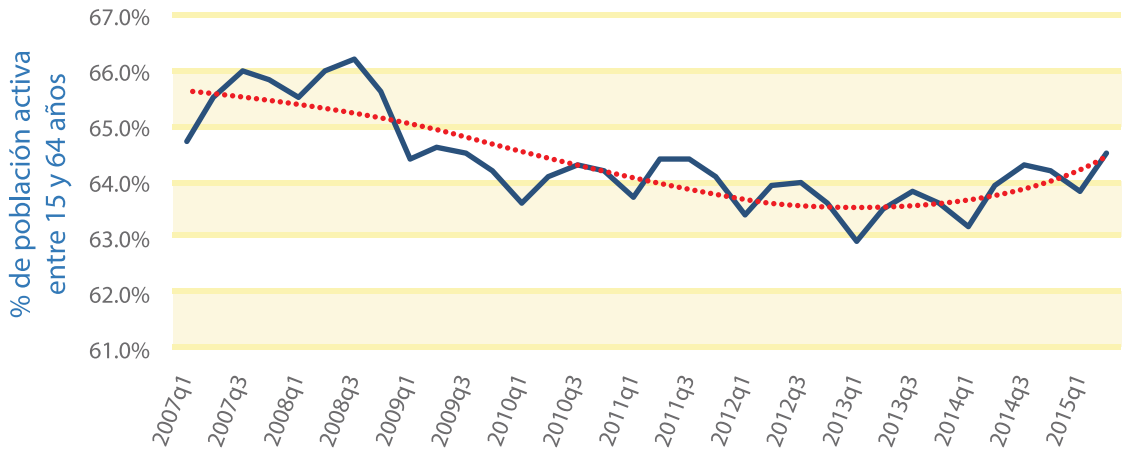


Fuente: Eurostat.

b. Tasa de empleo

A su vez, la tasa de ocupación sigue creciendo y vuelve a niveles no vistos desde el tercer trimestre del 2009. La línea de tendencia se vuelve claramente positiva desde que tocó fondo, a inicios del 2013.

- Cambio trimestral tasa empleo (3Q 15): -0.3% (0.0% 2Q 2015)
- Cambio anual tasa empleo (octubre 15): -0.8% (-0.4% octubre 14)



Fuente: Eurostat.

3. Tendencias en actividad económica y empleo

La economía de la eurozona muestra todavía cifras de crecimiento modestas, si la comparamos con la economía norteamericana o china http://trends.ufm.edu/newsletter. Sin embargo, se consolida un crecimiento superior al 1% de forma sostenida, con una mayor participación de la población en el empleo, tanto medida en términos de desempleo como de tasa de actividad. Adicionalmente, no esperamos un repunte a corto plazo en el precio de los *commodities*, por lo que nuestra expectativa a futuro sigue siendo positiva para la eurozona.

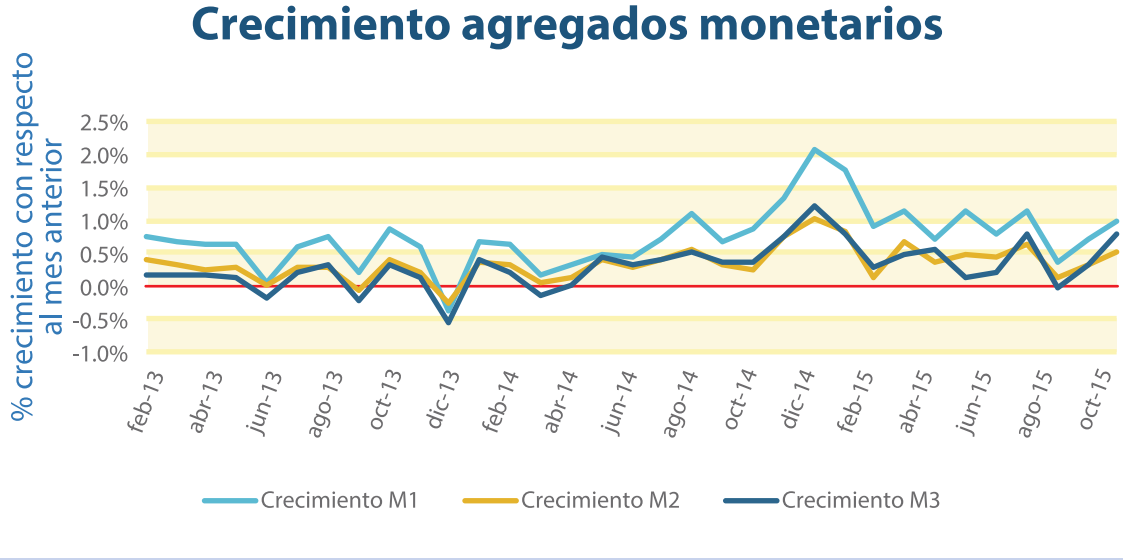
Inflación y precios

1. Agregados monetarios

a. M1 M2 M3

Los agregados monetarios continúan su moderación después del despegue inicial propiciado por la flexibilización cuantitativa del Banco Central Europeo. El crecimiento sigue desacelerándose desde inicios del 2015.

- Crecimiento trimestral M1 (3Q 15): 2.23% (2.67% 2Q 15)
- Crecimiento trimestral M2 (3Q 15): 1.14% (1.28% 2Q 15)
- Crecimiento trimestral M3 (3Q 15): 1.07% (0.91% 2Q 15)

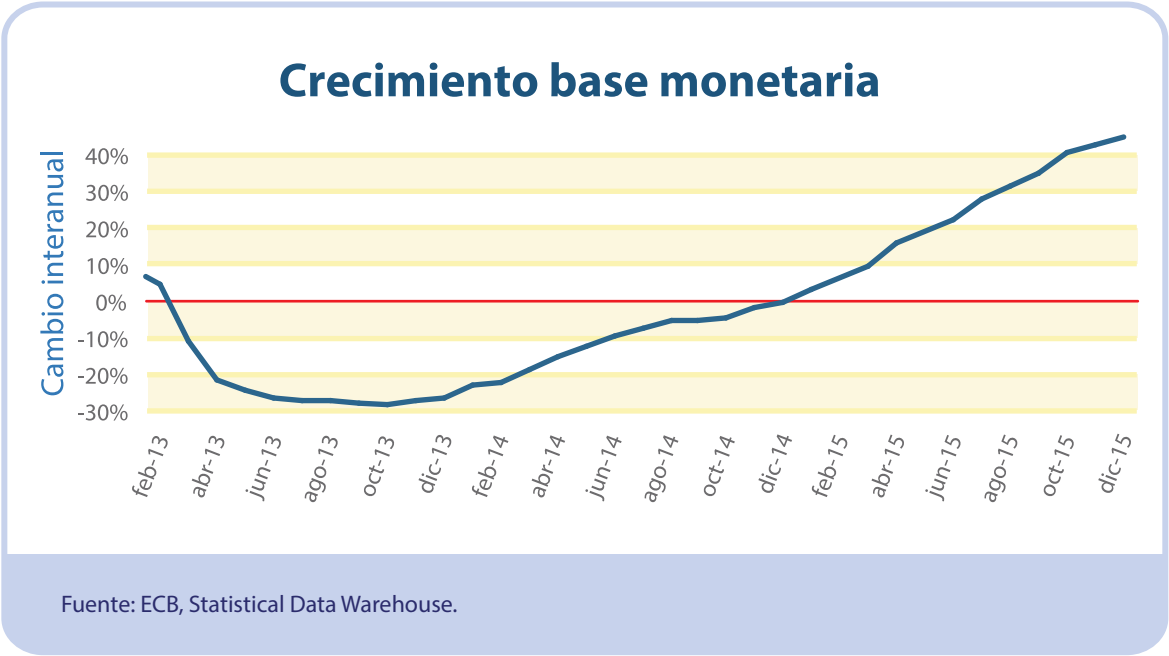


Fuente: ECB, Statistical Data Warehouse.

b. Base monetaria

Continúa la tendencia apuntada en el anterior informe, en la que vemos que lo único que se está acelerando es la creación de base monetaria por parte del Banco Central Europeo, debido a la flexibilización cuantitativa, sin que tenga un efecto claro sobre el resto del sistema financiero.

- Crecimiento trimestral base monetaria (4Q 15): 5.61% (14.07% 3Q 15)
- Crecimiento anual base monetaria (diciembre 15): 44.51%(-0.16% diciembre 14)

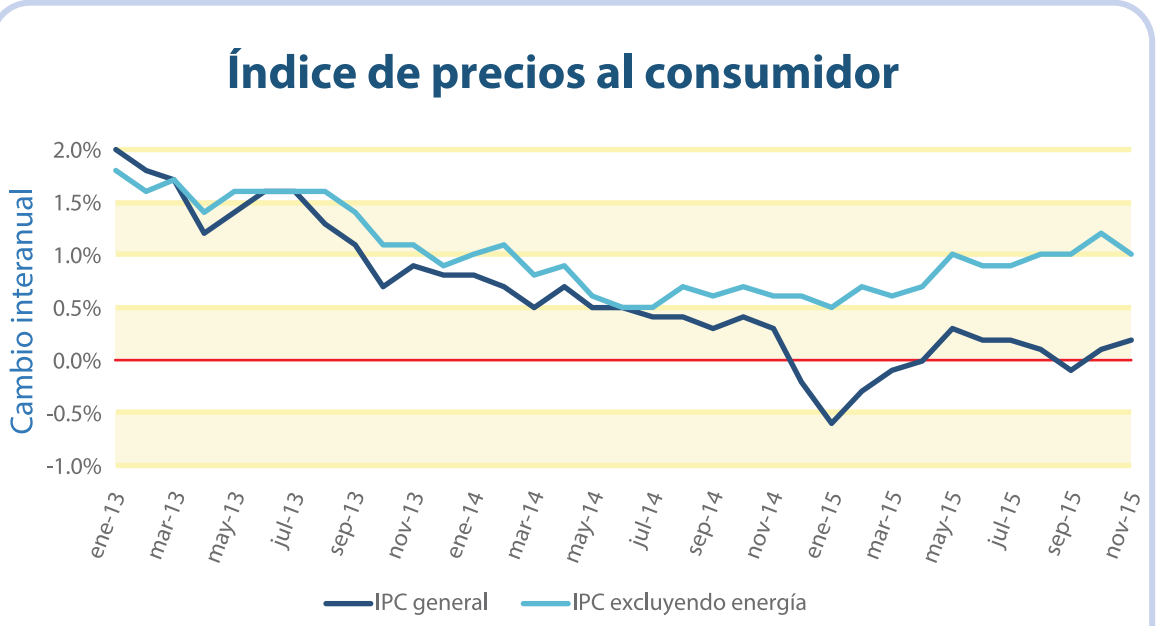


Fuente: ECB, Statistical Data Warehouse.

2. Índice de precios al consumidor

Los ligeros aumentos en los agregados monetarios unidos a los enormes aumentos en la base monetaria hacen que empiecen a despegar los precios ligeramente. El aumento de precios todavía se encuentra muy lejos del objetivo de inflación del Banco Central Europeo (2%), tanto en el índice general como en el índice que excluye energía.

- IPC anual (octubre 15): 0.1% 0.4% (octubre 14)
- IPC anual ex.energía (octubre 15): 1.2% 0.7% (octubre 14)

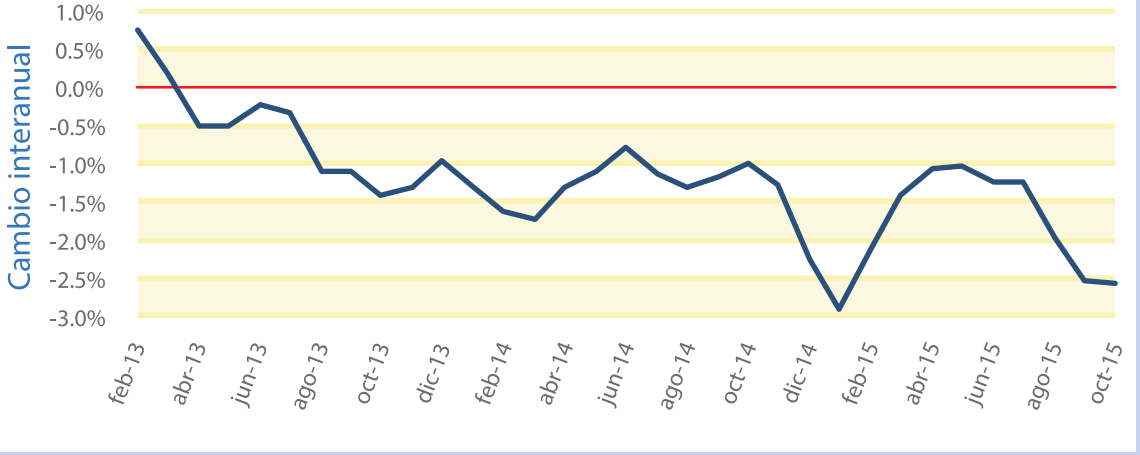


Fuente: Eurostat.

3. Índice de precios de producción

El índice de precios de producción continúa en deflación desde abril del 2013. La tendencia deflacionaria incluso se acelera últimamente.

- IPP trimestral (3Q 15): -1.41% (0.18% 2Q 15)
- IPP anual (octubre 15): -2.56% (-0.98% octubre 14)



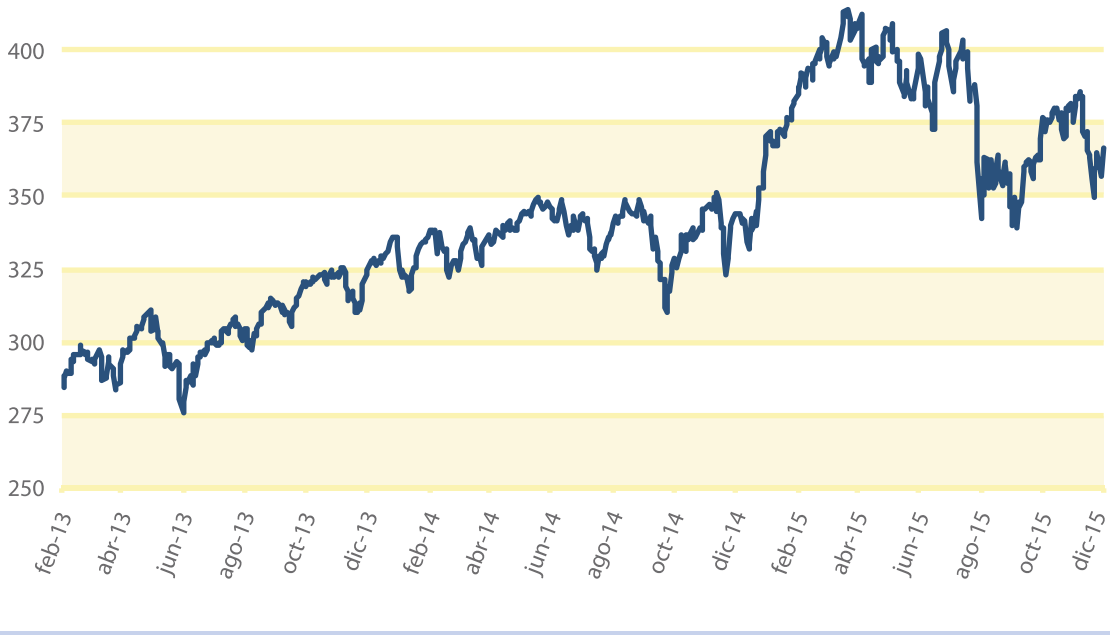
Fuente: Eurostat.

[2] Los datos están actualizados hasta el 24-08-15.

4. Índice de precios bursátiles

El único lugar donde la inflación pretendida por el Banco Central Europeo tuvo lugar fue en los títulos valores. Después del gran incremento de principios del 2015 y la corrección del tercer trimestre, actualmente nos encontramos con mucha volatilidad y movimientos laterales. El 2015 finalmente acaba como un buen año para la renta variable europea.

- Crecimiento trimestral (4Q 2015): 7.85% (-8.80% 3Q 2015)
- Crecimiento anual (diciembre 14 - diciembre 15): 7.31% (5.13% año anterior)



Fuente: Investing.com

5. Tendencias en la evolución de precios

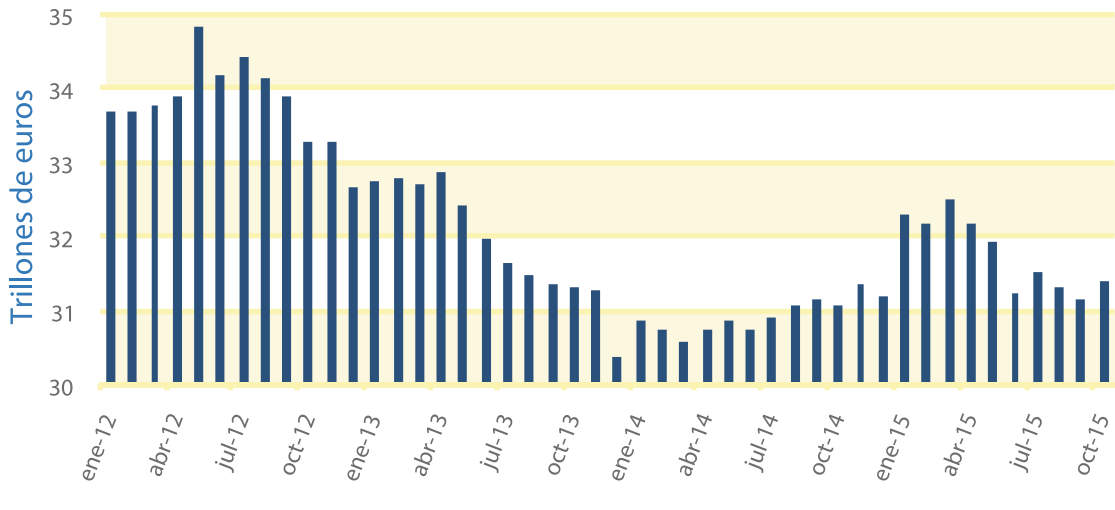
A medida que avanza la flexibilización cuantitativa del Banco Central Europeo, la base monetaria se expande a ritmo acelerado. Sin embargo, los agregados monetarios crecen de forma mucho más modesta, por lo que no se refleja en los precios. La inflación en precios al consumo está claramente por debajo del objetivo de la política monetaria, y el índice de precios de producción en clara deflación. Los únicos precios que se incrementan son los bursátiles.

Crédito

1. Crédito total extendido por sistema financiero

Desde mediados del 2012, el sector bancario venía reduciendo sus operaciones. La tendencia se detiene desde inicios del 2014. Desde entonces se ha entrado en un periodo de crecimiento cero estructural en los balances bancarios. Desde inicios del 2015 se nota el efecto de la flexibilización cuantitativa del Banco Central Europeo, si bien el efecto fue temporal e ilusorio, ya que desde el segundo trimestre del 2015 el sector bancario se vuelve a contraer hasta los niveles anteriores.

- Crecimiento trimestral crédito (3Q 15): -0.24% (-3.95% 2Q 15)
- Crecimiento anual crédito (octubre 15): 1.03% (-0.76% octubre 14)



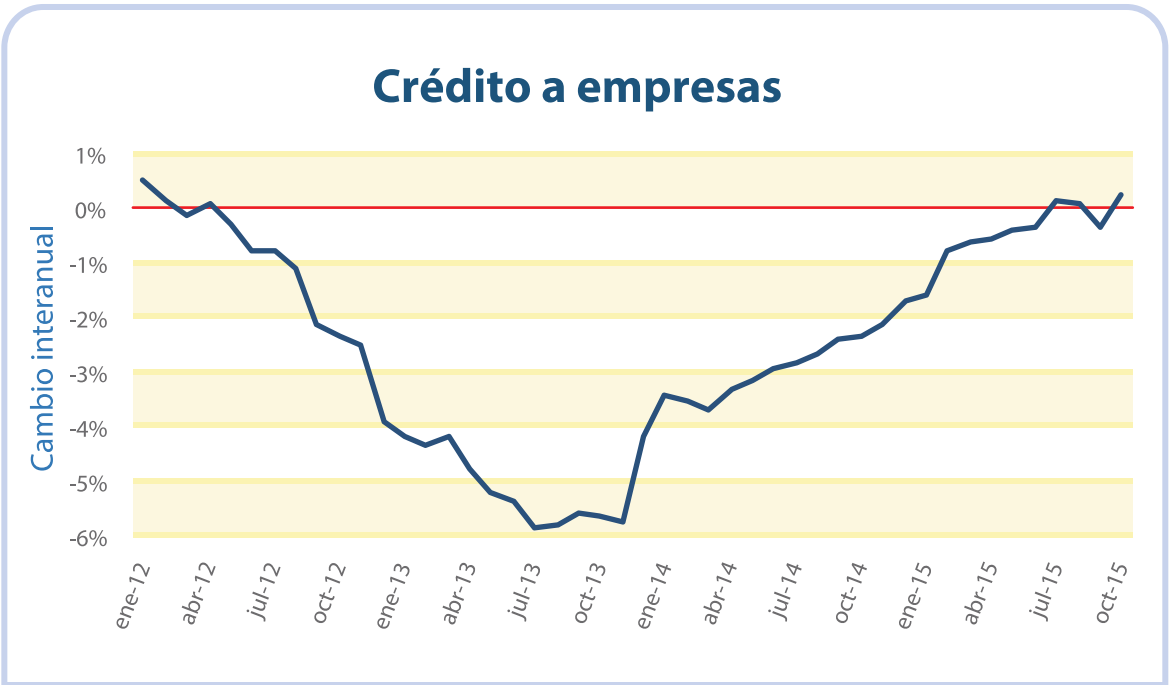
Fuente: ECB, Statistical Data Warehouse.

2. Crédito a las empresas

a. Crédito al sector productivo

El crédito al sector productivo se coloca por primera vez en terreno positivo desde la crisis de deuda de febrero del 2012. El todavía incipiente crecimiento económico pone las bases para que el sector bancario comience a ver mayor demanda solvente de crédito.

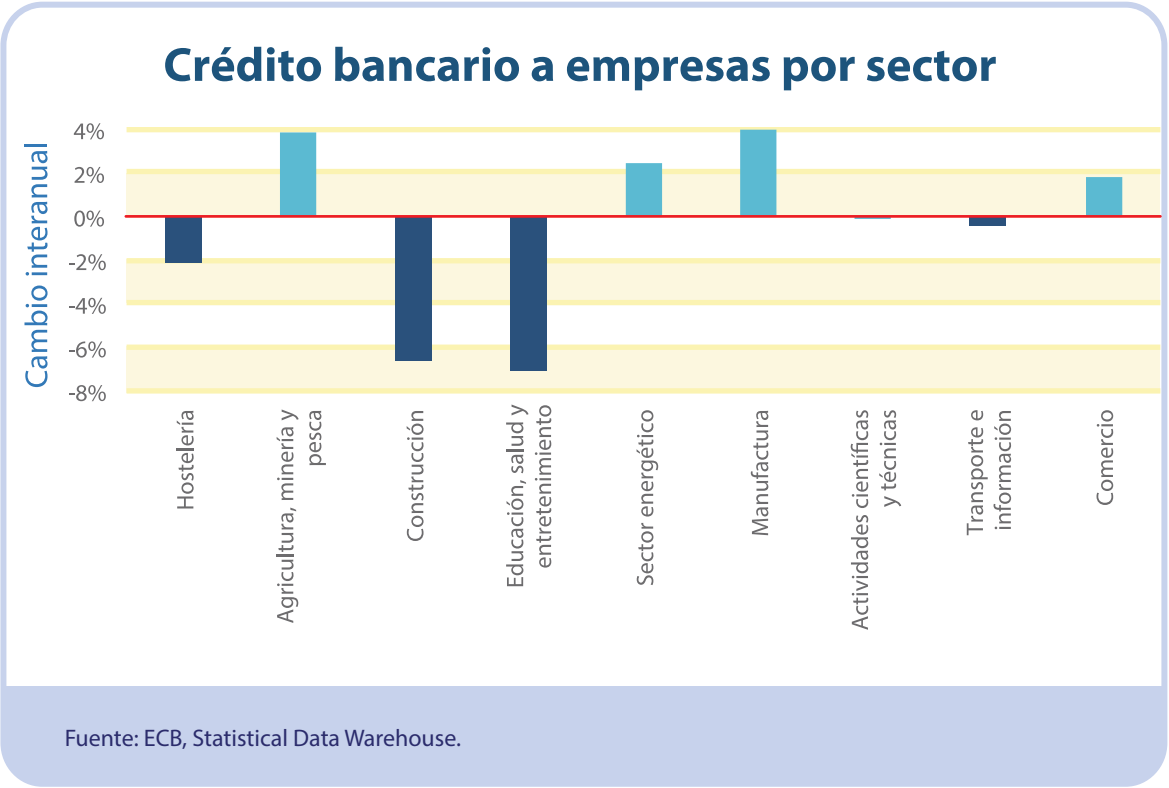
- Crecimiento trimestral crédito a empresas (3Q 15): -0.68% (-0.18% 2Q 15)
- Crecimiento anual crédito a empresas (octubre 15): 0.26% (-2.34% octubre 14)



Fuente: ECB, Statistical Data Warehouse.

b. Desagregación de crédito al sector productivo

Aunque el crédito total a las empresas no aumente aún, sí existe una importante redistribución en los flujos de crédito por sectores económicos. Los sectores con mayor crecimiento son el manufacturero y la agricultura, la minería y la pesca. Por el contrario, los más castigados son la construcción y la educación, la salud y el entretenimiento.



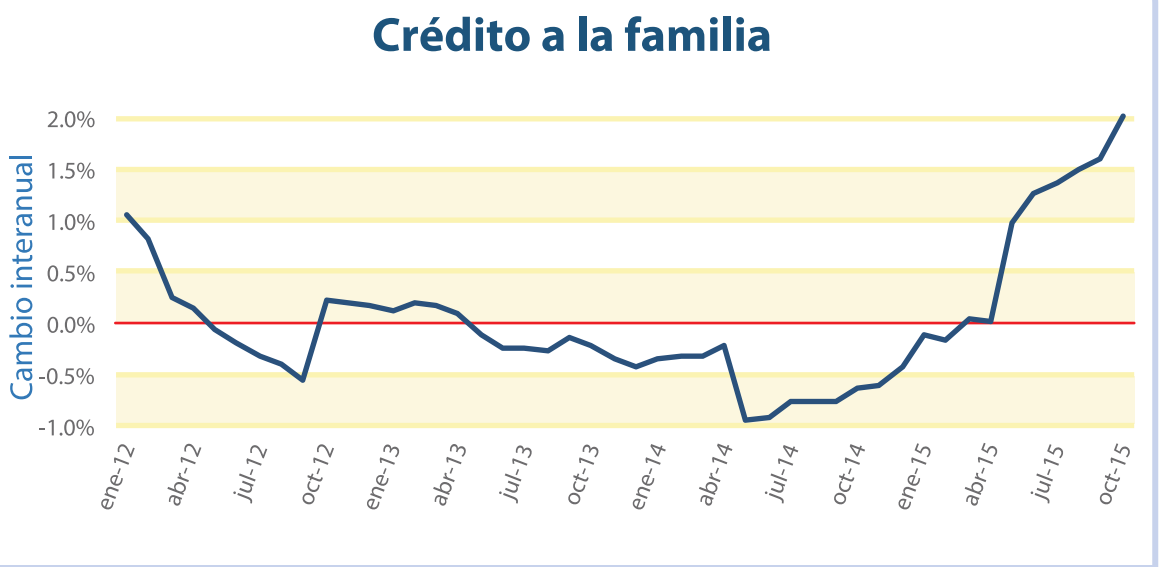
Fuente: ECB, Statistical Data Warehouse.

3. Crédito a la familia

a. Total del crédito a la familia

El crédito a la familia registra un aumento considerable, con cifras no vistas desde finales del 2011. El crecimiento es positivo desde marzo del 2015 y la tendencia es creciente.

- Crecimiento trimestral del crédito a la familia (3Q 15): 0.35% (0.69% 2Q 15)
- Crecimiento anual del crédito a la familia (octubre 15): 2.01% (-0.63% octubre 14)

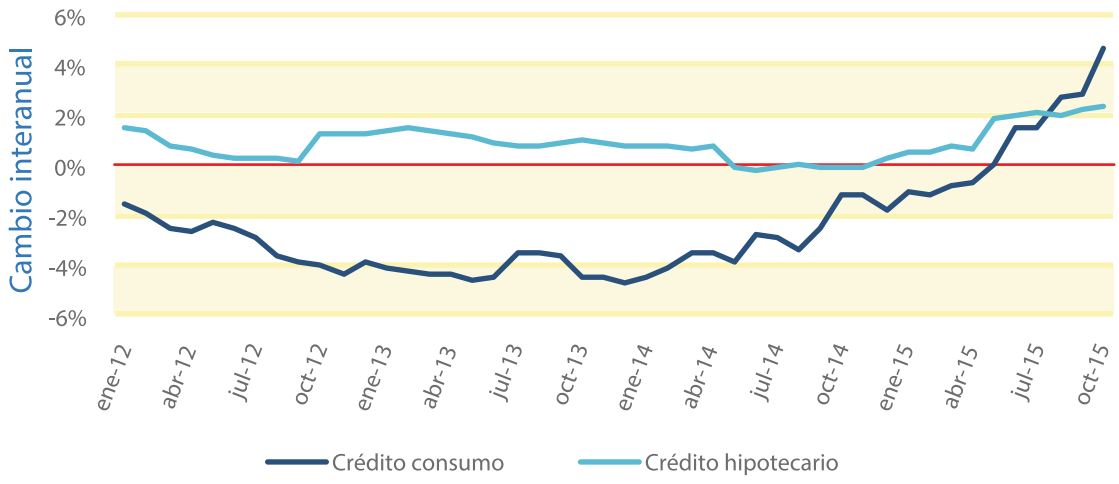


Fuente: ECB, Statistical Data Warehouse.

b. Desagregación del crédito a la familia

El crédito al consumo se vuelve positivo en junio del 2015, por primera vez desde mayo del 2011, encontrándose en niveles no vistos desde finales del 2008. Por su parte, el crédito hipotecario también crece aceleradamente a niveles de finales del 2011.

- Crecimiento anual del crédito al consumo (octubre 15): 4.67% (-1.23% octubre 14)
- Crecimiento anual del crédito a vivienda (octubre 15): 2.37% (-0.09% octubre 14)

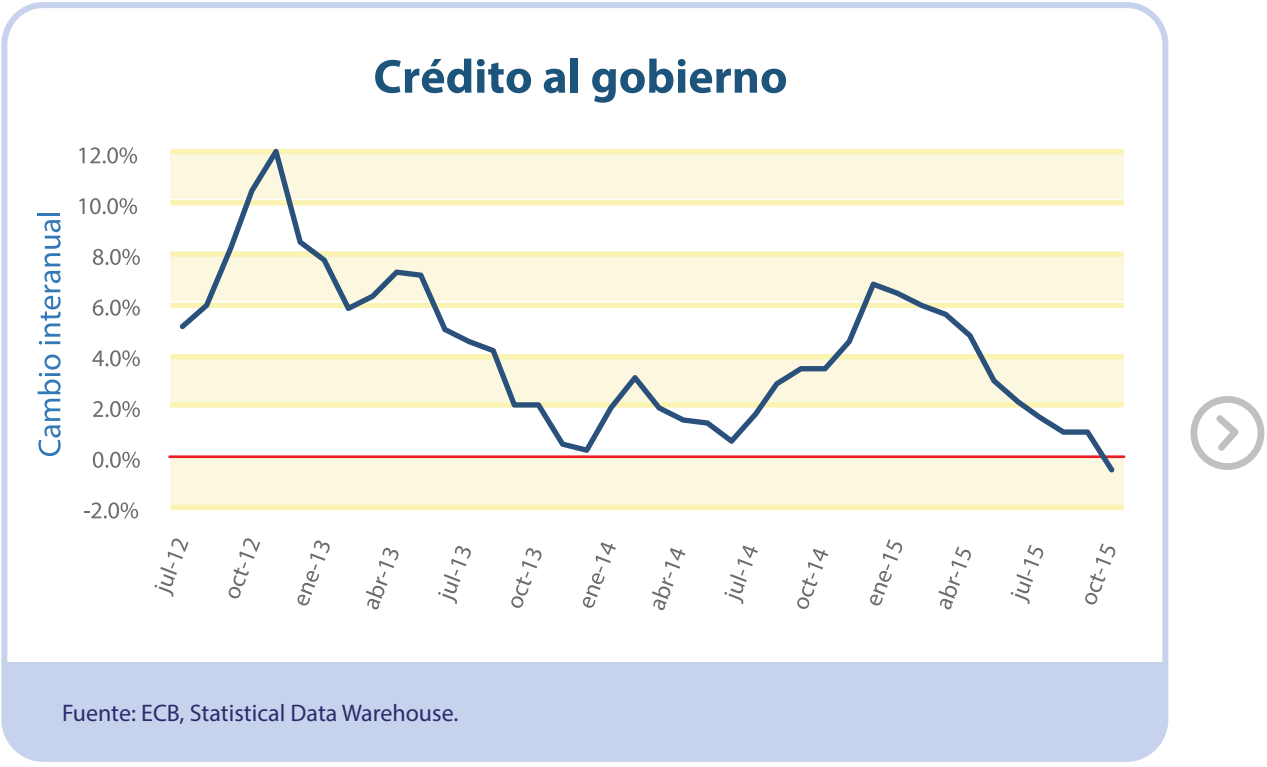


Fuente: ECB, Statistical Data Warehouse.

4. Crédito al gobierno

Los intentos de consolidación fiscal parece que empiezan a rendir sus frutos. El crédito al sector público se encuentra por primera vez en terreno negativo desde inicios del 2012. Parece que se consolida un "efecto expulsión inverso"; la salida del sector público de los circuitos de crédito propicia la entrada del sector privado.

- Crecimiento trimestral del crédito al gobierno (3Q 15): -0.27% (-2.30% 2Q 15)
- Crecimiento anual del crédito al gobierno (octubre 15): -0.52% (3.44% octubre 14)



Fuente: ECB, Statistical Data Warehouse.

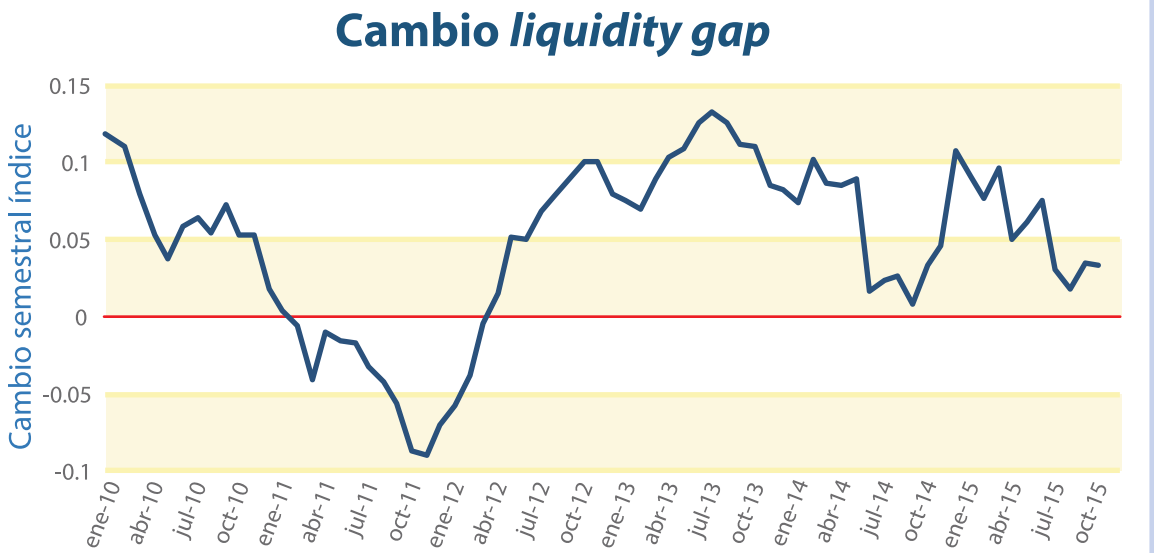
5. Tendencias en la extensión del crédito

En los últimos meses se produce un incremento importante del crédito a las familias y a las empresas, y una reducción del crédito al sector público. Podría estar produciéndose un *efecto expulsión* inverso, en el que la retirada del sector público del crédito propicia el aumento del crédito extendido al sector privado. Adicionalmente, la todavía incipiente mejora económica en la zona euro mejora fundamentales para extender crédito al sector privado. Podría estar comenzando un nuevo ciclo de apalancamiento privado y la consolidación del todavía débil crecimiento económico.

Composición cualitativa del crédito

1. *Liquidity gap*

Nuestro indicador muestra una escasa posibilidad de crisis financiera. Durante todo el 2015 tenemos una situación con riesgo bajo o medio. La razón es porque no se descalzan plazos o porque se hace moderadamente. Ante esto no esperamos ningún tipo de restricción del crédito a corto plazo en la eurozona. Recordamos que el peligro lo indicaría un sector financiero, intentando ganar liquidez, y por tanto con el cambio en nuestro indicador por debajo de 0.



Fuente: Elaboración propia, a partir de datos recopilados por el Banco Central Europeo.

El indicador muestra para los últimos meses un cambio de riesgo medio a riesgo bajo. Por tanto, no vemos en el corto plazo ninguna posibilidad de problemas en el sector financiero.

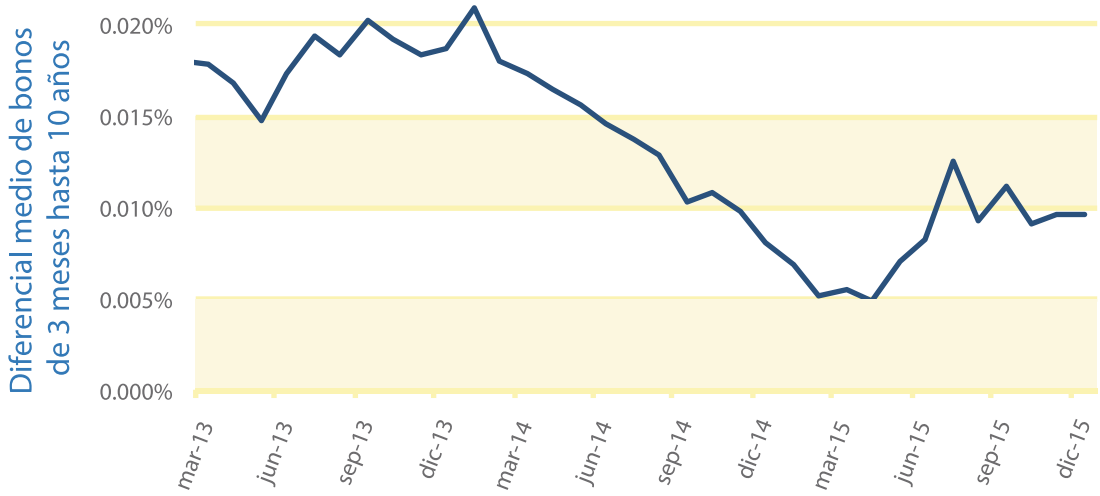
oct-15	1
sep-15	1
ago-15	1
jul-15	1
jun-15	2
may-15	2
abr-15	2
mar-15	2
feb -15	2
ene -15	2

Fuente: Elaboración propia, a partir de datos recopilados por el Banco Central Europeo.
1=riesgo bajo; 2=riesgo medio bajo; 3= riesgo medio alto; 4= riesgo alto.

2. Indicadores del descalce de plazos

a. Pendiente media en la curva de rendimientos

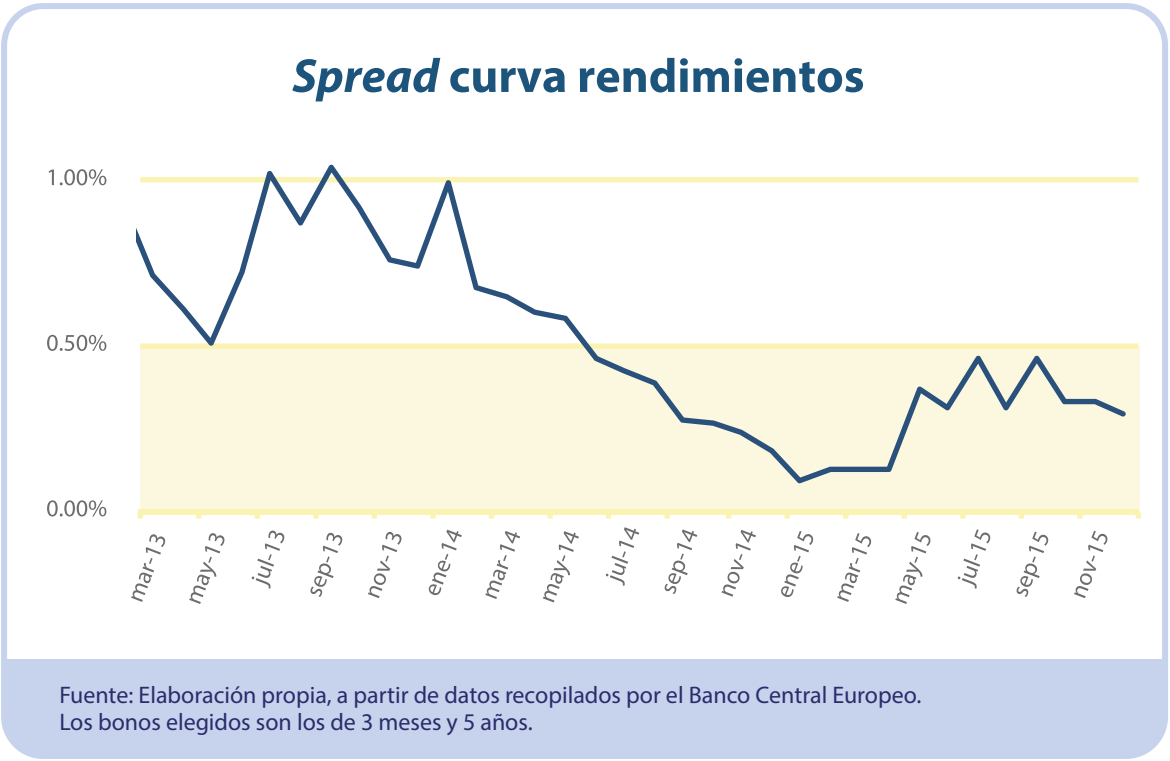
La curva de rendimientos, aunque muy aplanada todavía, se encuentra en valores positivos, y mientras siga así no esperamos grandes problemas de refinanciación del sector financiero.



Fuente: Elaboración propia, a partir de datos recopilados por el Banco Central Europeo. El diferencial usado como referencia es a un mes. (Por ejemplo, la diferencia entre el bono con 4 meses de duración y el bono de 3 meses de duración).

b. *Spread* en la curva de rendimientos

El *spread* entre el bono de corto y largo plazo muestra una tendencia similar. Se encuentra en una zona aún cercana a cero, aunque se mantiene estable y con expectativas de aumento en cuanto el crecimiento económico se consolide.



Fuente: Elaboración propia, a partir de datos recopilados por el Banco Central Europeo.
Los bonos elegidos son los de 3 meses y 5 años.

3. Tendencias en la composición cualitativa del crédito

Ninguno de nuestros indicadores muestra signos que avisen sobre problemas en el sector financiero. La todavía aplanada curva de rendimientos puede empezar a tener mayor pendiente en cuanto la recuperación económica se consolide y la demanda de crédito solvente aumente. La medida en que este nuevo crecimiento se torne sólido a largo plazo va a depender en parte de que el sector financiero deje de descalzar plazos o, lo que es lo mismo, de que nuestro *liquidity gap* se mantenga estable o en zona 1 de riesgo.

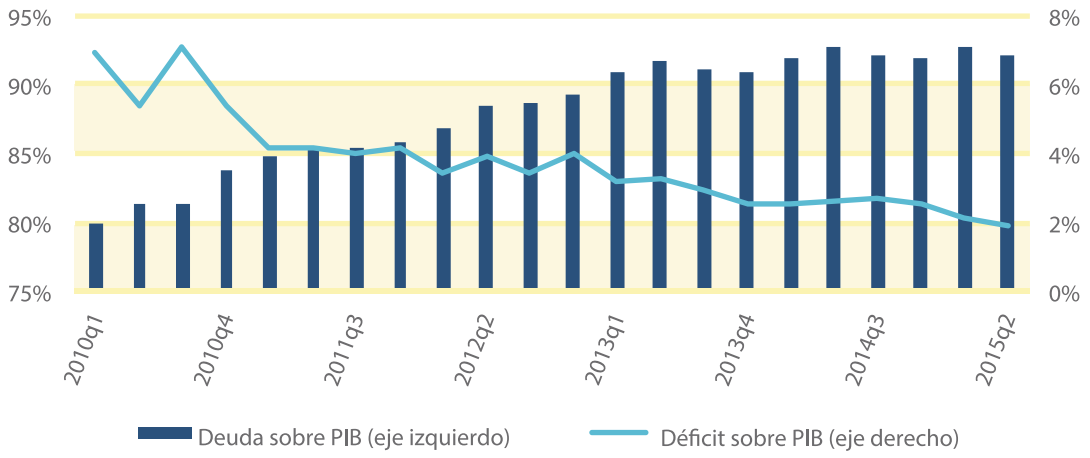
Fiscalidad

1. Déficit y deuda sobre el PIB

El déficit sobre el PIB se reduce cada vez más y se coloca a niveles del segundo trimestre del 2008. La deuda sobre el PIB permanece constante en torno al 92%, desde inicios del 2014. Si la consolidación fiscal sigue en marcha y la economía europea creciendo, la reducción de la deuda, a pesar del déficit, puede llegar en el 2016.

- Déficit sobre PIB (2Q 15): 1.9% (2.6% 2Q 14)
- Deuda sobre PIB (2Q 15): 92.2% (92.7% 2Q 14)

Deuda y déficit sobre PIB



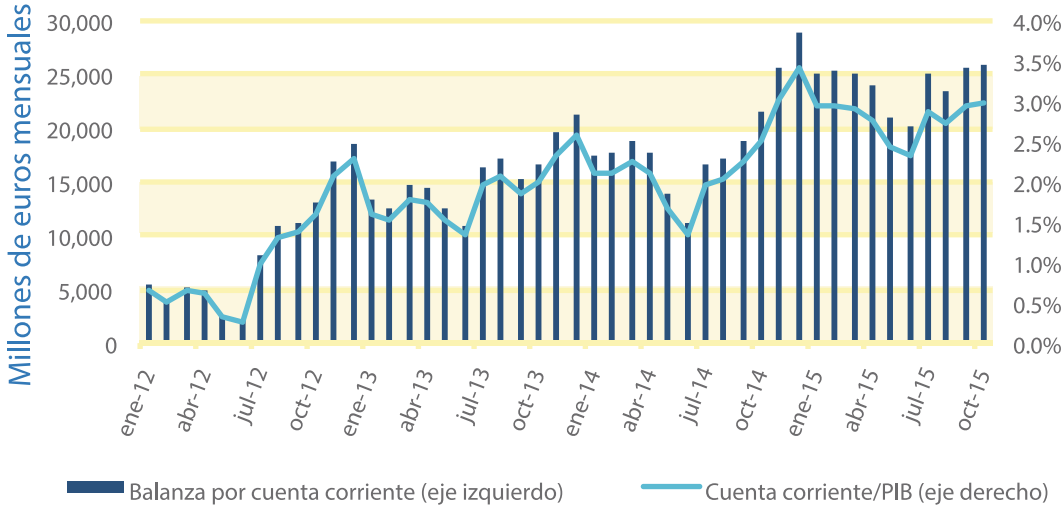
Fuente: ECB, Statistical Data Warehouse. Eurostat.

Balanza de pagos

1. Balanza por cuenta corriente

La economía de la eurozona se transforma, desde al menos el 2012, con superávits por cuenta corriente nunca vistos. Se consolida un superávit de un 3% sobre el PIB, que permite ir corrigiendo los excesos de endeudamiento pasados.

- Superávit cuenta corriente/PIB (octubre 15): 2.97% (2.52% octubre 14)

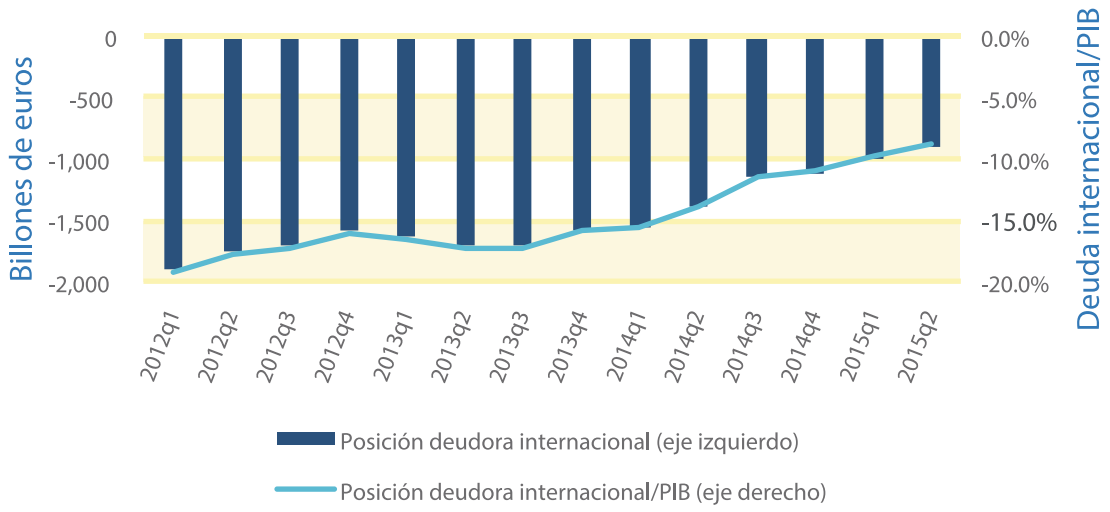


Fuente: ECB, Statistical Data Warehouse. Eurostat.

2. Posición financiera internacional

Aumentar sustancialmente el superávit por cuenta corriente permite a la economía de la eurozona comenzar a pagar los excesos crediticios pasados, mejorando así la todavía deudora posición internacional europea. Actualmente, la posición deudora se encuentra en torno al 9% del PIB, cuando en el 2009 era superior al 22%.

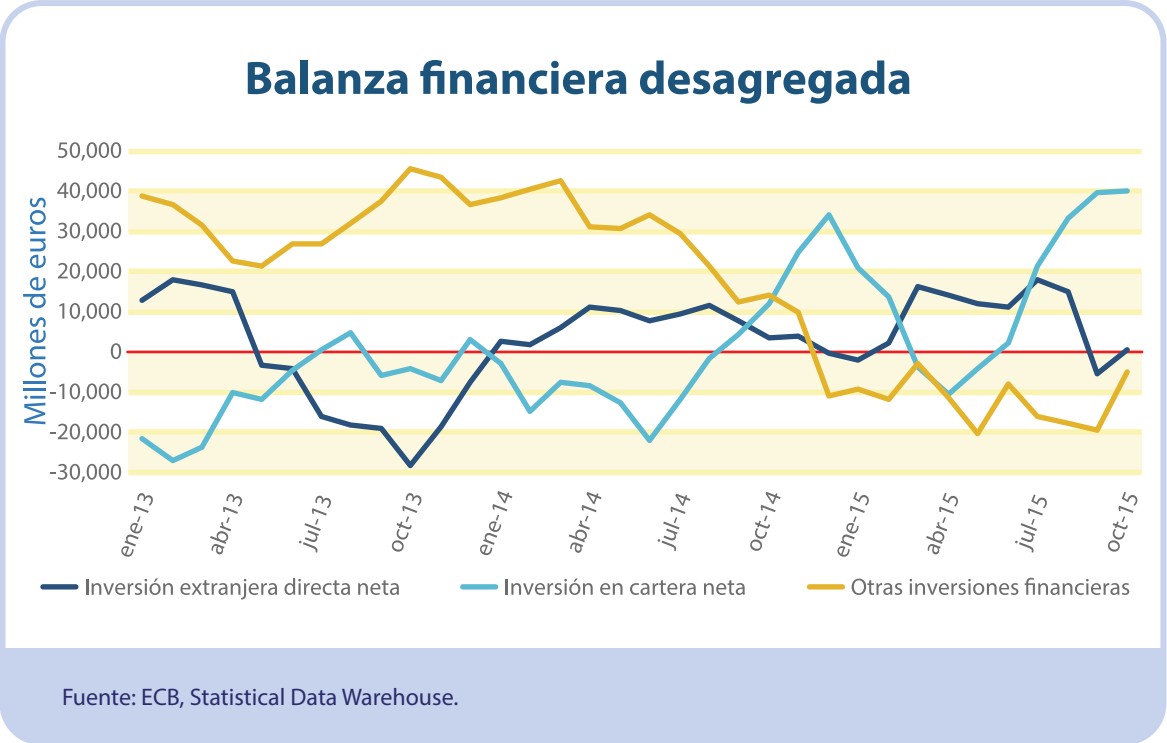
- Posición financiera internacional/PIB (2Q 15): -8.7% (-13.9% 2Q 14)



Fuente: ECB, Statistical Data Warehouse. Eurostat.

3. Balanza financiera

Desde el 2013 vemos dos tendencias claras: por un lado, la inversión extranjera directa y la inversión en cartera aumentan; por el otro, las inversiones más líquidas (otras inversiones) disminuyen. Esto indica la mayor inmovilización de capitales de los europeos fuera de sus fronteras.



Fuente: ECB, Statistical Data Warehouse.

4. Tendencias en la balanza de pagos

La economía de la eurozona comienza a revertir los procesos productivos que en el pasado le llevaron a endeudarse por encima de sus posibilidades. Actualmente, se está creando la suficiente riqueza y dispone del ahorro suficiente como para reducir las deudas contraídas. Estos movimientos tienden a compensar en parte la presión a la depreciación del euro por la flexibilización cuantitativa del Banco Central Europeo.

Esta publicación ha sido posible gracias a una donación de **John Templeton Foundation**.

Las opiniones expresadas en esta publicación son de los autores y no necesariamente reflejan los puntos de vista de John Templeton Foundation.