



INFORME TRIMESTRAL

EUROZONA

La locomotora europea no frena

ENERO - MARZO 2017

Autor: Daniel Fernández

Asistente de investigación: Cristopher E. Giron

trends.ufm.edu

T1 2017 EU

INDICADORES CICLO ECONÓMICO

EUROZONA

INDICADOR

Posición liquidez sistema financiero

No hay degradación de liquidez

Posición liquidez familias

Caída ratio deuda/ ingreso por aumentos ingresos

Posición liquidez empresas

Aumento ahorro empresas. Aumenta capacidad de financiación

Volumen de crédito

Estancamiento cantidad crédito. Cambio en composición

Cantidad dinero

Aumenta a niveles anteriores a QE

Actividad económica

Buenos datos de crecimiento. Buenos datos adelantados de indicadores de actividad económica

Demanda consumo cíclico

Aumento demanda bienes de consumo cíclico

INDICADOR

Empleo

Aumento sostenido empleo

Precios

Ligero incremento, muy por debajo de objetivo BCE en inflación subyacente

Tipos de Interés

Tipos negativos por BCE. Poca demanda de crédito

Curva de tipos

Spread positivo. No hay problemas de liquidez en la economía

Spread riesgo bancario

Ligero aumento spread bancario. Lejos zona de riesgo

Déficit público

Déficit público consolidado dentro de criterio Maastricht

Situación general

Crecimiento económico sin ayuda de una mayor cantidad de crédito. Disminución del crédito al sector público. Crecimiento sostenible en el largo plazo



Actividad económica y empleo

1. Actividad económica

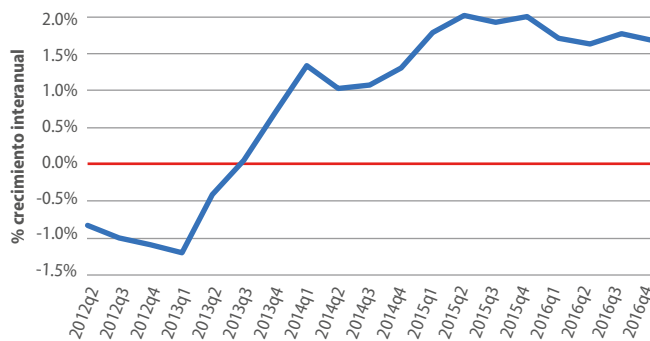
a. PIB

El crecimiento económico sigue una senda expansiva moderada. Como vamos a ver, el hecho de que no exista un sobrecalentamiento en el mercado de crédito evita que el crecimiento se dispare. Esto también provoca que consideremos sostenible la senda de crecimiento actual.

- Crecimiento PIB anual (4T 2016): 1.7% (2.0% 4T 2015)

Gráfica 1

Crecimiento PIB



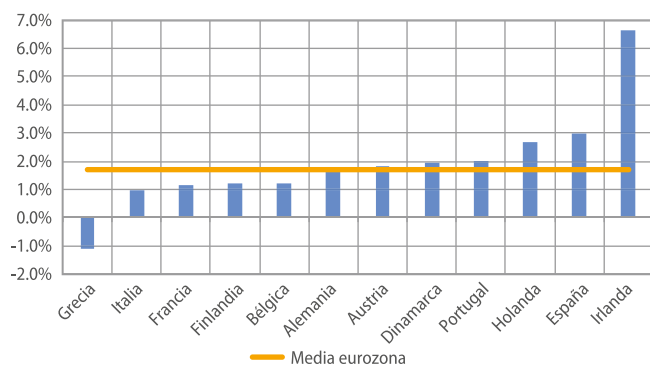
Fuente: Eurostat.

b. PIB por países

Irlanda sigue liderando el crecimiento en la eurozona. El tigre celta incrementa su PIB en un 6.6%, España sigue por encima del 3% y Holanda se encuentra en el 2.7%. Problemas de crecimiento en Italia, Francia, Finlandia y Bélgica, con crecimientos algo por encima del 1%. Problemas más serios para la economía griega cuyo PIB decrece un 1.1% en el trimestre.

Gráfica 2

Crecimiento PIB por país (4T 2016)



Fuente: Eurostat. Los datos de Irlanda son correspondientes al tercer trimestre de 2016.

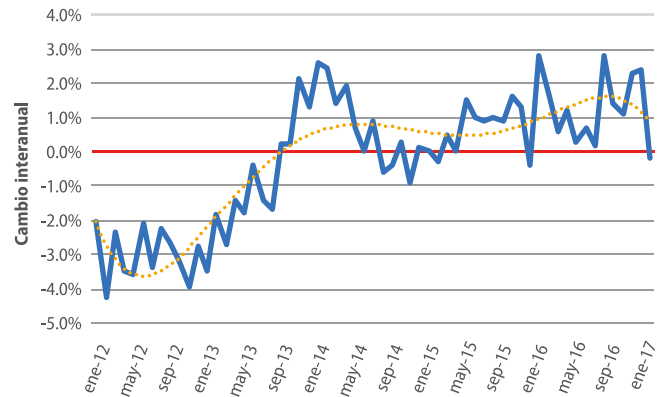
c. Índice de producción industrial

La volátil producción industrial se desacelera en el último mes pero muestra aún una tendencia positiva de largo plazo.

- Crecimiento IPI anual (enero 2017): 1.4% (0.9% enero 2016)

Gráfica 3

Índice de producción industrial (IPI)



Fuente: BCE.

d. Índice gestión de compras (PMI)

El indicador más importante adelantado de actividad económica se encuentra en su nivel más alto desde 2012. El incremento en la actividad económica a corto y medio plazo en la eurozona no se va a detener.

- PMI compuesto (marzo 2017): 56.0 (53.1 marzo 2016)

Gráfica 4

PMI compuesto eurozona



Fuente: investing.com

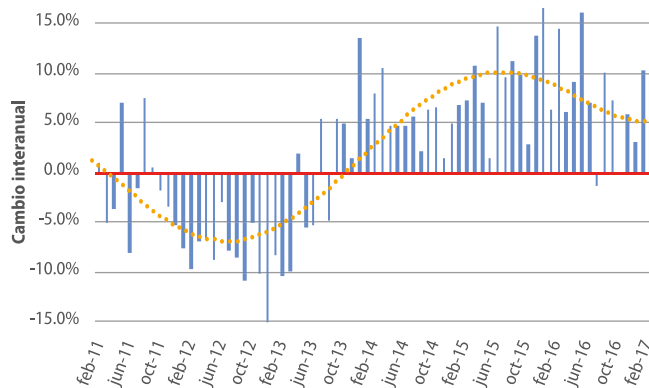
e. Demanda de sectores cíclicos

Tanto vehículos como permisos de construcción de nueva vivienda siguen una senda expansiva fuerte. La matriculación de vehículos cerró 2016 a un nivel algo superior al de 2008. Las solicitudes de construcción de nueva vivienda se encuentran en 2016 todavía a la mitad del nivel registrado en 2008.

- Crecimiento registro vehículos (febrero 2017): 2.2% (14.4% febrero 2016)
- Crecimiento permisos nueva vivienda (noviembre 2016): 14.1% (18.5% noviembre 2015)

Gráfica 5

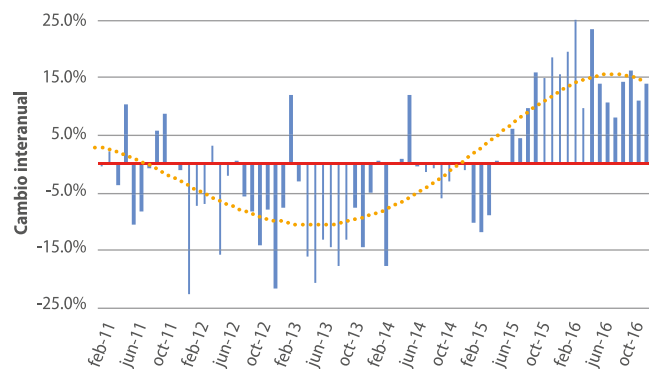
Registro nuevos vehículos



Fuente: European Automobile Manufacturers Association. Datos de 2016 provisionales.

Gráfica 6

Permisos nueva vivienda



Fuente: Eurostat

2. Empleo

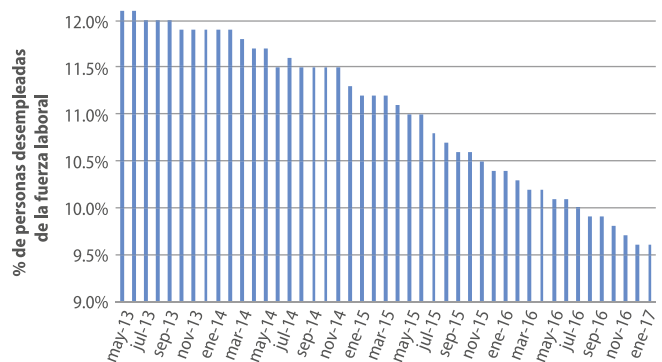
a. Desempleo

El desempleo sigue decreciendo a ritmo estable. La tasa de desempleo se sitúa en el mismo nivel de mayo de 2009.

- Tasa desempleo (enero 2017): 9.6% (10.4% enero 2016).

Gráfica 7

Desempleo



Fuente: Eurostat.

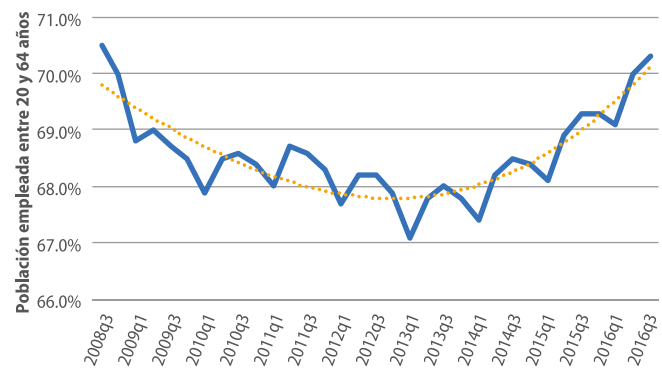
b. Tasa de empleo

La creación de empleo en la eurozona queda constatada una vez que observamos que la participación de la fuerza laboral crece a la vez que decrece la tasa de desempleo. La tasa de empleo de personas entre 20 y 64 años se sitúa en el 70.3%, uno de los niveles más alto de la serie histórica.

- Tasa de empleo (3T 2016): 70.3% (69.3% 3T 2015)

Gráfica 8

Tasa de empleo



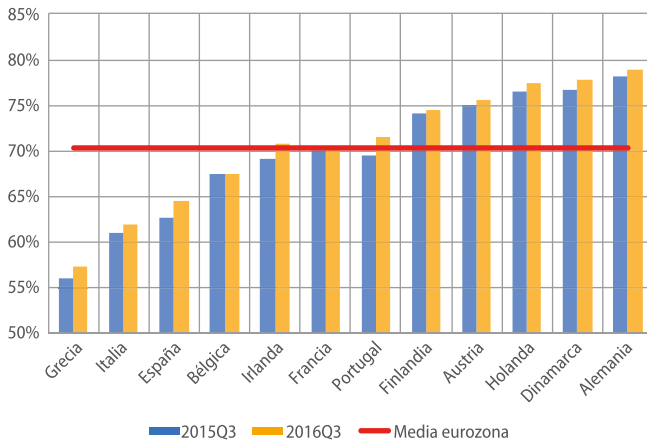
Fuente: Eurostat.

c. Tasa de empleo por países

Todos los países mejoraron la tasa de empleo que tenían hace un año. Los países con mayor mejora son Grecia, España, Irlanda y Portugal. Alemania tiene la mayor tasa de empleo de la eurozona (78.9%), un 8.6% superior a la media de la eurozona y un 21.7% superior a la tasa de empleo griega.

Gráfica 9

Tasa de empleo por países



Fuente: Eurostat. Los datos son de población empleada entre 20 y 64 años.

3. Tendencias en actividad económica y empleo

La economía de la eurozona crece a buen ritmo. Los indicadores adelantados de actividad muestran más expansión. Los patrones de crédito, como vamos a ver más adelante, hacen pensar que este crecimiento es sostenible en el largo plazo. La creación de empleo es sólida y la demanda de sectores cíclicos es grande. Convulsiones políticas aparte, la situación económica de la eurozona es sana.

Irlanda, España y Holanda crecen muy por encima de la media de la eurozona. Grecia no parece salir de sus problemas y su economía vuelve a caer en el último cuarto de 2016.

Inflación y precios

1. Agregados monetarios

a. M1 M2 M3

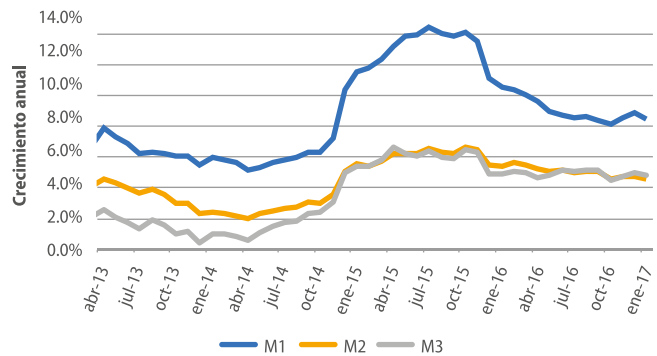
La disparidad de criterios entre el Banco Central Europeo y los reguladores al exigir la implementación de Basilea III (y sus criterios más estrictos de capital y liquidez al sector bancario) está provocando que el *Quantitative Easing* tenga poco efecto en los agregados monetarios.

Más allá del primer impulso, el incremento de los agregados monetarios se encuentra a niveles inferiores a los de marzo de 2015, cuando el *Quantitative Easing* inicia oficialmente.

- Crecimiento anual M1 (enero 2017): 8.5% (10.5% enero 2016)
- Crecimiento anual M2 (enero 2017): 4.6% (5.4% enero 2016)
- Crecimiento anual M3 (enero 2017): 4.8% (4.9% enero 2016)

Gráfica 10

Crecimiento agregados monetarios



Fuente: BCE.

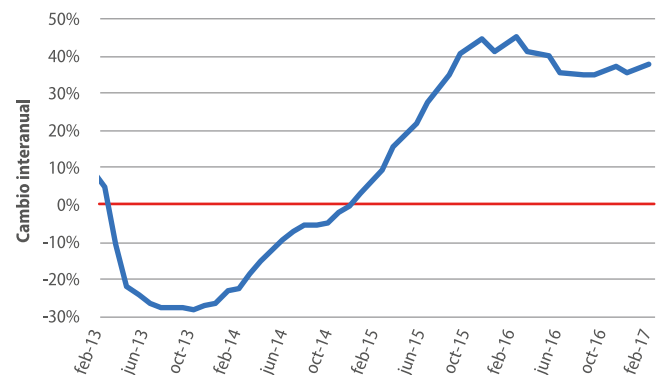
b. Base monetaria

La base monetaria continúa su ascenso imparable. Este es el efecto más visible del *Quantitative Easing*. La base monetaria crece a ritmo superior al 35% anual. La expansión monetaria no se está "filtrando" al aumento del crédito y de los agregados monetarios. El mecanismo monetario está roto.

- Crecimiento anual base monetaria (marzo 2017): 37.9% (45.4% marzo 2016)

Gráfica 11

Crecimiento base monetaria



Fuente: BCE.

c. Política monetaria y rentabilidad bancaria

i. Exceso de reservas y rentabilidad bancaria

Sólo el sistema bancario y los Estados pueden tener una cuenta en el Banco Central Europeo. Cuando el Banco Central Europeo lanza el *Quantitative Easing* incrementa las reservas bancarias. Los bancos no pueden prestar estas reservas ya que sólo otros bancos pueden tener cuenta en el Banco Central Europeo (imposible de transferir fuera del sistema financiero).

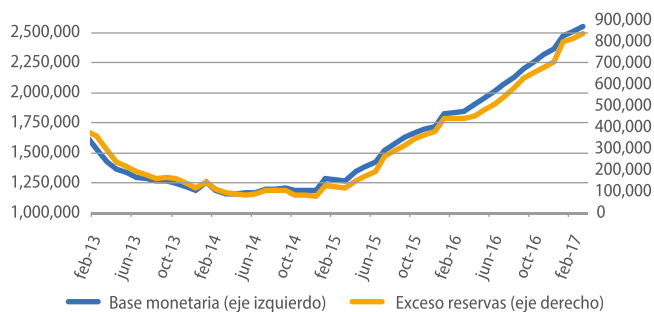
Desde este punto de vista se pueden entender los tipos de interés negativos como un impuesto al sector bancario.

La única forma que tiene el sector bancario de librarse del impuesto que le impone su banco central es aumentando desproporcionadamente el crédito extendido. Sin embargo, el regulador europeo se lo impide al exigir la implementación de Basilea III.

El sector bancario europeo queda atrapado entre la política monetaria y la implementación de legislación. El saldo final es una obligación de pagar un impuesto creciente conforme el *Quantitative Easing* avanza. A más *Quantitative Easing* más reservas, a más reservas, mayor impuesto a los bancos.

Gráfica 12

Base monetaria y exceso de reservas



Fuente: BCE.

ii. Tipos de interés negativos e impuesto al sector bancario

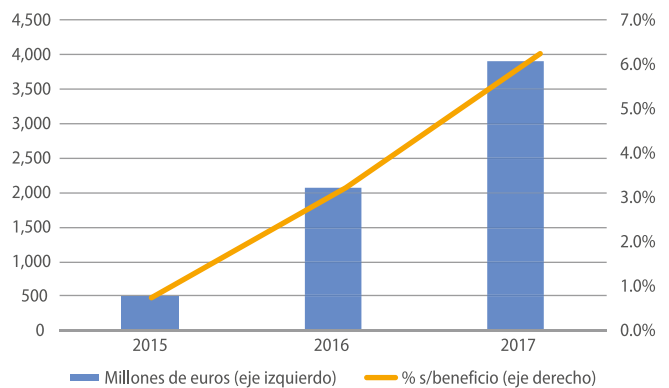
El sector bancario se ve en la disyuntiva entre tener que aumentar el crédito deteriorando los estándares crediticios e incumplir los criterios del regulador europeo o asumir los costes que le está imponiendo el Banco Central Europeo en forma de impuesto.

El sector bancario europeo está optando por el pago del impuesto. Sin embargo, este impuesto está dañando seriamente la ya castigada cuenta de resultados del sistema financiero de la eurozona.

El sector bancario pagó en 2015 casi 500 millones de euros en este concepto, un 0.7% de su beneficio total. Nuestra estimación nos dice que el sector bancario ha pagado más de 2.000 millones de euros en concepto de impuesto por tipo de interés negativo, más de un 3.2% de su beneficio total. La cifra para 2017 podría llegar a ser de casi 4.000 millones de euros, un 6.2% de su beneficio total.

Gráfica 13

Impuesto bancario por tipo de interés negativo



Fuente: BCE. La estimación de beneficio para el último cuarto de 2016 y 2017 se ha hecho suponiendo que los últimos datos de caída interanual de beneficios del 3% se mantiene.

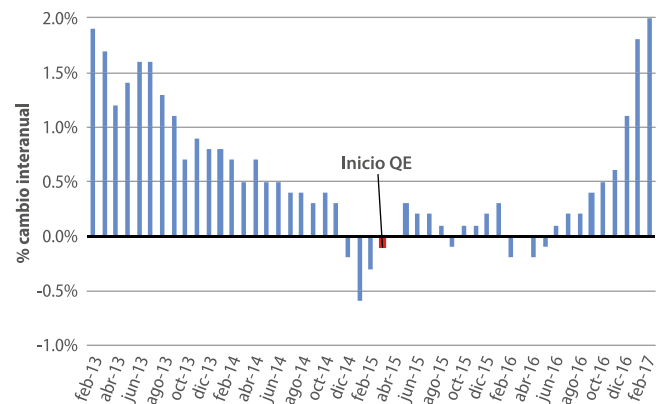
2. Índice de precios al consumidor

El Banco Central Europeo parece que vuelve a colocar la inflación en línea con su objetivo de crecimiento de precios. Actualmente la inflación se encuentra en el 2% de crecimiento anual.

- IPC general (febrero 2017): 2.0% (-0.2% febrero 2016)

Gráfica 14

Inflación general



Fuente: BCE.

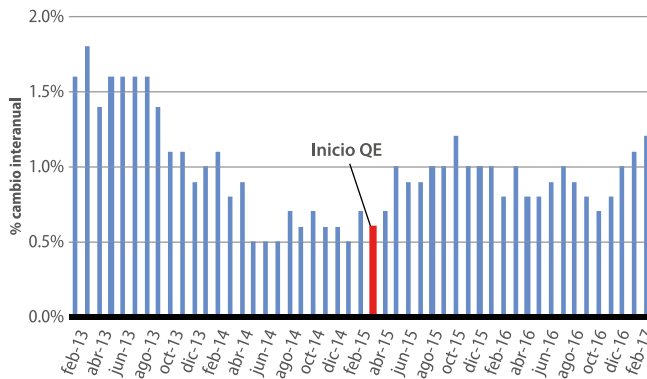
Sin embargo, el diferencial de inflación vs inflación subyacente se vuelve a abrir ahora en dirección opuesta. La mayor parte de crecimiento de inflación es debido al aumento de precios de la energía.

El crecimiento de la inflación subyacente es mínimo y se encuentra todavía muy por debajo del objetivo del 2%. El impacto del *Quantitative Easing* una vez descontado el precio de la energía es mínimo.

- IPC excluyendo energía (febrero 2017): 1.2% (0.8% febrero 2016)

Gráfica 15

Inflación subyacente



Fuente: BCE.

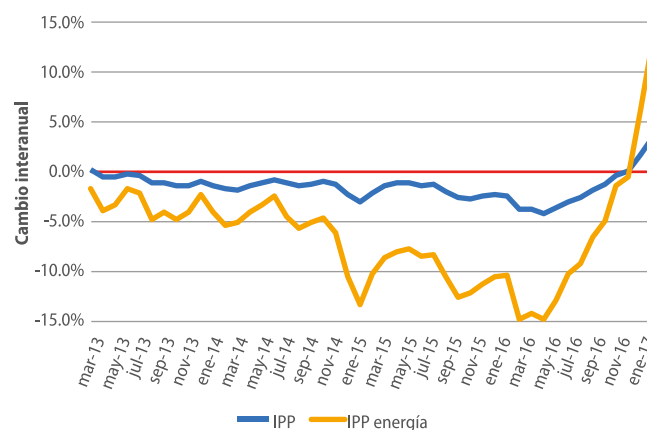
3. Índice precios de producción

Los precios de producción empiezan a crecer después de casi cuatro años en negativo. El principal elemento detrás del aumento de precios de producción lo encontramos en un repunte importante en los precios de la energía.

- Índice precios de producción (enero 2017): 3.56% (-2.3% enero 2016)
- Índice precios de producción energía (enero 2017): 3.15% (-10.3% enero 2016).

Gráfica 16

Índice de precios de producción (IPP)



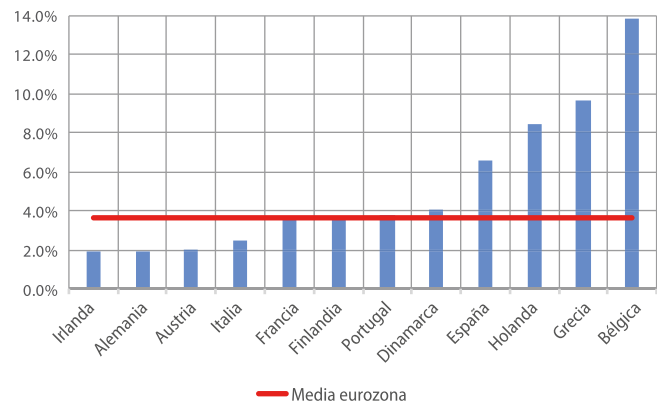
Fuente: Eurostat.

i. Índice de producción por país

Los índices de precios de producción muestran grandes divergencias por país dentro de la eurozona. A este respecto hay países que ganan competitividad vía diferencial de precios en sus productos industriales. Irlanda, Alemania y Austria incrementan sus precios de producción muy por debajo de los precios de producción de la eurozona mientras que Bélgica y Grecia lo hacen muy por encima.

Gráfica 17

Índice precios de producción por país



Fuente: Eurostat.

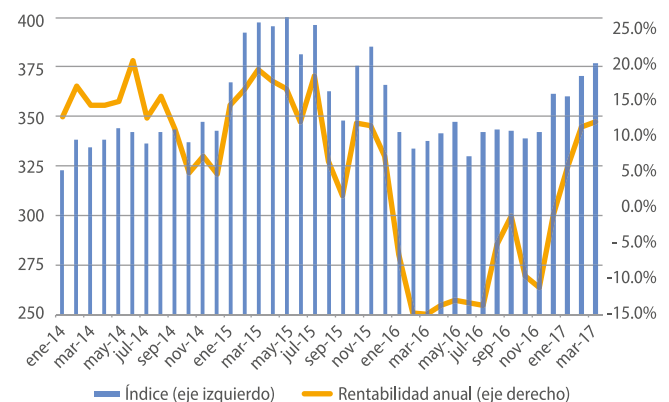
4. Índice de precios bursátiles

Aunque la bolsa se encuentra todavía lejos de los niveles de mediados de 2015, el precio de los títulos en bolsa empieza a despegar con rentabilidades interanuales de más de un 11%. Los buenos datos macroeconómicos empiezan a tener un reflejo en el precio de los índices bursátiles.

- Rentabilidad 2017 (enero 17 - marzo 17): 4.2% (-7.6% enero 16 - marzo 16)
- Rentabilidad anual (marzo 16 - marzo 17): 11.5% (-15.0% marzo 16 - marzo 17)

Gráfica 18

EuroStoxx 600



Fuente: Investing.com

5. Tendencias en la evolución de precios

Los precios empiezan a incrementar en la eurozona. Los incrementos de precios al consumo y de precios de producción están directamente relacionados con el incremento en el precio de la energía y no tanto relacionados con una nueva dinámica de apalancamiento de los agentes económicos.

La inflación subyacente, aunque creciendo, todavía es débil y muy inferior al objetivo del Banco Central Europeo.

Los precios bursátiles incrementan con fuerza después de un mal 2016. La mejora y estabilidad de la situación macroeconómica finalmente se refleja en los precios de las acciones.

Crédito

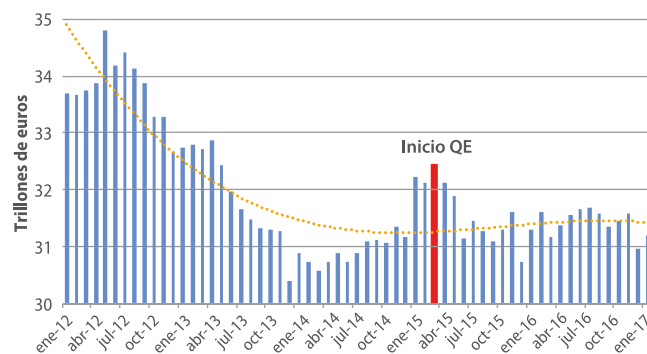
1. Crédito total extendido por sistema financiero

Desde 2014 vivimos un movimiento lateral de la cantidad de crédito sólo perturbado momentáneamente por el *Quantitative Easing* a inicios de 2015. No parece que los esfuerzos del Banco Central Europeo estén dando algún fruto en esta rúbrica. Los bancos no incrementan la cantidad de crédito extendido.

- Crecimiento anual crédito (enero 2017): -0.4% (-2.9% enero 2016)

Gráfica 19

Total activos sector bancario



Fuente: BCE.

2. Crédito a empresas

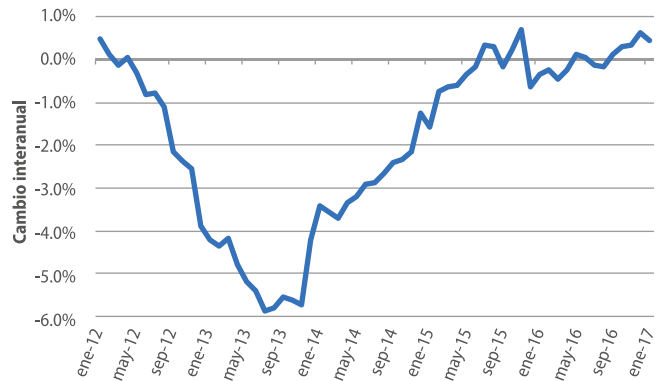
a. Total crédito a empresas

Tendencia ligeramente creciente en el crédito extendido a empresas de la eurozona. Si bien la tendencia no marca un nuevo ciclo de apalancamiento de empresas, si marca el final de la fase contractiva y la sostenibilidad en el crecimiento económico actual.

- Crecimiento anual crédito a empresas (enero 2017): 0.5% (-0.3% enero 2016)

Gráfica 20

Crédito a empresas



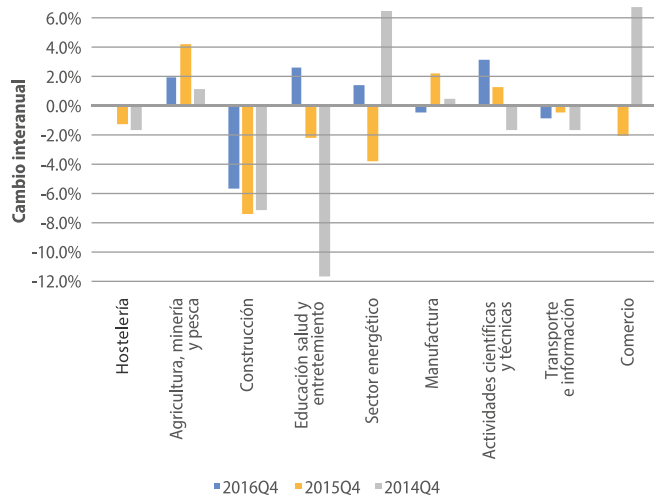
Fuente: BCE

b. Crédito a empresas por sector

El crédito total a empresas se mantiene constante, sin embargo la composición sectorial cambia significativamente. En los últimos 3 años la construcción es el sector más castigado, con caídas entre el 6% y el 8% anual. El sector que más crece es la agricultura, minería y pesca. Empiezan a repuntar las actividades científicas y técnicas también.

Gráfica 21

Crédito bancario a empresas por sector



Fuente: Elaboración propia a partir de datos obtenidos en BCE.

3. Crédito a familias

a. Total crédito a familias

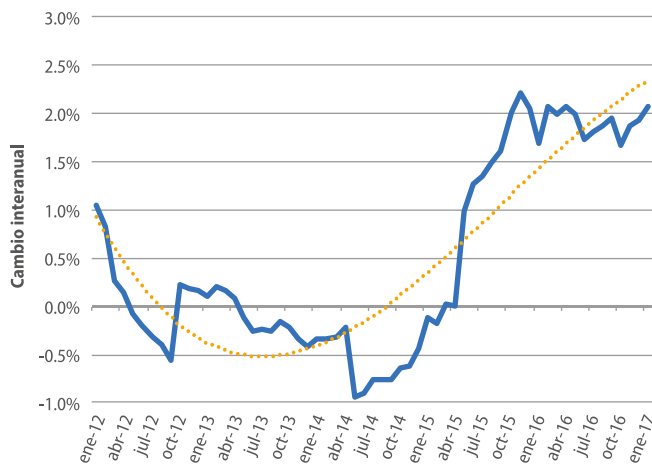
El crédito a familias estabiliza su incremento anual entorno al 2%. La mejora de los ingresos de las familias les permiten aumentar el endeudamiento sin incrementar su deuda sobre ingresos. Esto está provocando un aumento de la demanda en los sectores económicos cíclicos (con demanda basada en crédito), como la vivienda y los vehículos.

Creemos que el incremento en el crédito a familias se mueve dentro de valores sostenibles ya que el endeudamiento sobre ingresos no aumenta y el ritmo de incremento de crédito a familias se encuentra muy por debajo de los niveles precrisis (5-10%).

- Crecimiento crédito a familias (enero 2017): 2.1% (1.7% enero 2016)

Gráfica 22

Crédito a familias



Fuente: BCE.

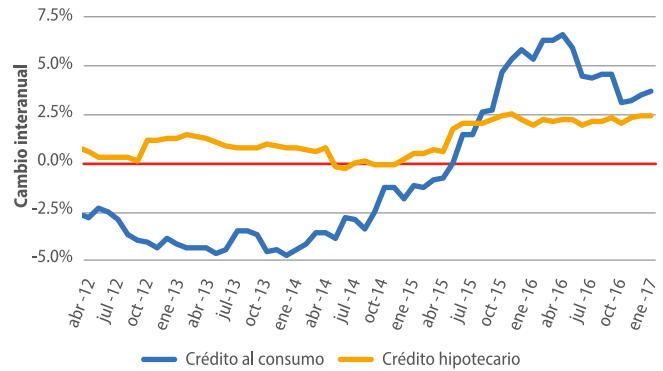
b. Desagregación crédito a familias

Crédito hipotecario crece a niveles sostenibles muy lejos de nivel burbuja (superior al 10%). Crédito al consumo modera su crecimiento después de casi 4 años en negativo (de 2011 a 2015).

- Crecimiento crédito al consumo (enero 2017): 3.7% (5.3% enero 2016)
- Crecimiento crédito hipotecario (enero 2017): 2.5% (1.9% enero 2016)

Gráfica 23

Crédito a familias desagregado



Fuente: BCE.

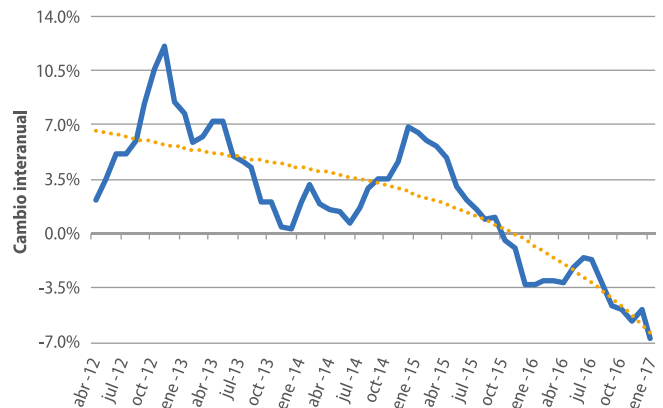
4. Crédito al sector público

Gran caída del crédito al sector público por parte del sector bancario. La consolidación fiscal en la eurozona está provocando que el sector financiero disminuya de forma importante el crédito al sector público. El "efecto expulsión inverso" está apuntalando el crecimiento económico al recibir más fondos el sector privado.

- Crecimiento crédito al gobierno (enero 2017): -6.8% (-3.3% enero 2016)

Gráfica 24

Crédito al gobierno



Fuente: BCE.

5. Tendencias en la extensión de crédito

El crédito no crece en la eurozona. Los intentos del Banco Central Europeo de aumentar los niveles de crédito bancario en la economía no están funcionando.

Sin embargo, el esfuerzo en la consolidación fiscal y las medidas de austeridad están provocando una reasignación de flujos de crédito del sector público al sector privado (efecto expulsión negativo). Esto está provocando un crecimiento económico sostenido en los últimos años.

Tanto el incremento de crédito a familias como el incremento de crédito a empresas se encuentran dentro de niveles sostenibles a largo plazo y muy lejanos a los niveles pre-crisis.

Composición cualitativa del crédito

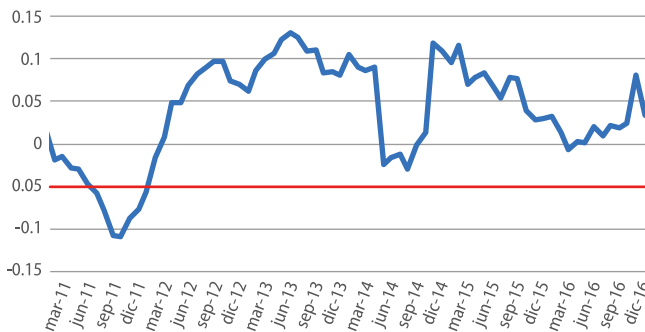
1. Liquidity Gap sector financiero

El riesgo de crisis financiera a corto plazo es muy pequeño. Nuestro indicador nos informa que los intermediarios financieros ni pierden ni ganan liquidez por lo que no esperamos grandes disruptions en los patrones de crédito en la economía.

Esto es consecuente con la situación del ciclo de la eurozona. Nos encontramos en una situación de moderada expansión económica con poco apalancamiento del sector privado.

Gráfica 25

Liquidity Gap (cambio)



Fuente: Elaboración propia a partir de datos obtenidos en BCE.

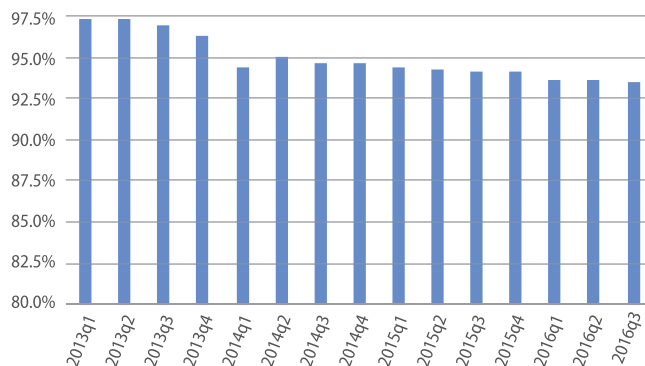
2. Posición financiera familias

Ligero desapalancamiento de familias desde 2013. Esto es debido principalmente al aumento de los ingresos y no a la reducción de deuda en términos brutos. Existe una ganancia de liquidez en familias.

- Deuda sobre ingresos familias (3T 2016): 93.5% (94.2% 3T 2015)

Gráfica 26

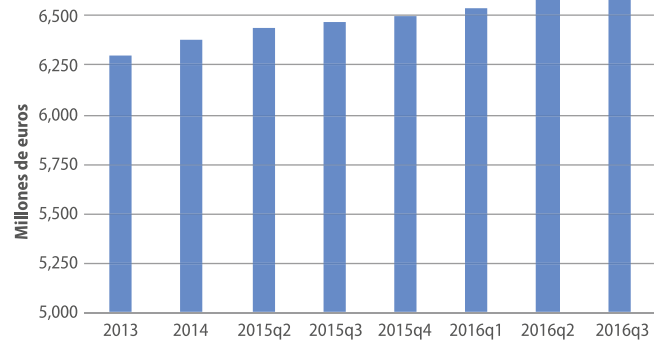
Deuda sobre ingresos familias



Fuente: BCE.

Gráfica 27

Ingreso bruto disponible familias (anual)



Fuente: BCE.

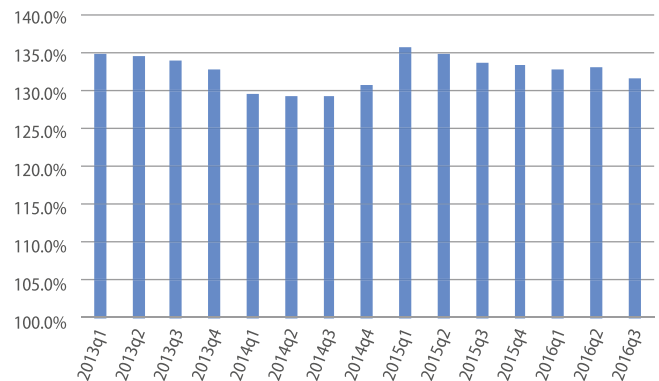
3. Posición financiera empresas no financieras

Las empresas disminuyen ligeramente su ratio de endeudamiento, aunque la tendencia a largo plazo es a permanecer constante.

- Deuda sobre ingresos empresas (3T 2016): 131.8% (133.7% 3T 2015)

Gráfica 28

Deuda sobre ingresos empresas

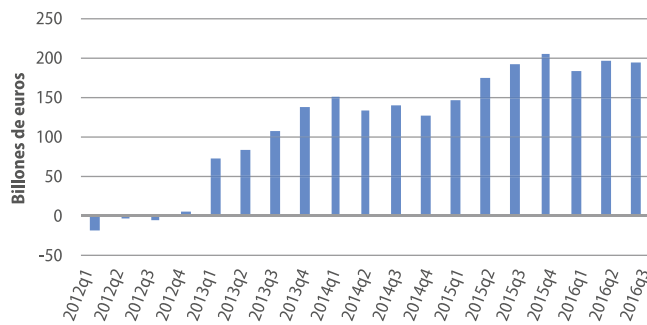


Fuente: BCE.

Las empresas están incrementando sus ratios de ahorro y no están devolviendo deuda. Con tasas de interés negativas o costes de financiamiento muy baratos no tiene sentido devolver deuda. Las empresas lejos de necesitar financiamiento lo están ofreciendo.

Gráfica 29

Capacidad (+) necesidad (-) de financiamiento empresas



Fuente: BCE.

Usualmente las empresas necesitan financiación para acometer sus proyectos. Desde 2012 la situación se invierte en la eurozona, las empresas tienen capacidad de financiamiento. La misma tendencia se observa para las empresas norteamericanas. Una posible interpretación para estos datos es que las empresas no están encontrando en que invertir.

4. Descalce de plazos y riesgos

a. Spread curva rendimientos

Vuelve a abrirse el diferencial entre el bono a 3 meses y el bono a 10 años. Muy lejos de zona de peligro. No se espera crisis financiera a corto o mediano plazo.

Gráfica 30

Spread curva rendimientos



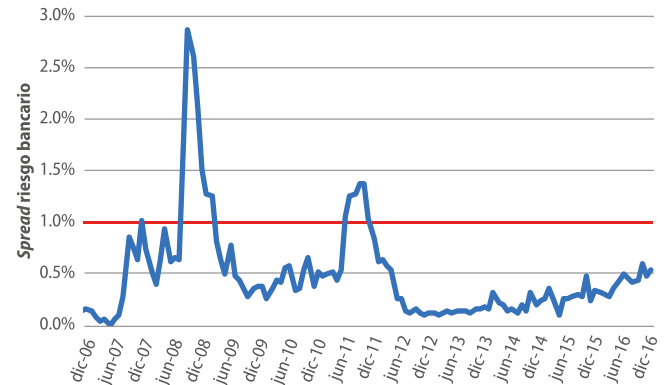
Fuente: BCE.

b. TED Spread

El *spread* de riesgo bancario ha incrementado sostenidamente durante todo 2016 y sigue incrementando. Aunque aún está fuera de la zona de riesgo, es posible que el estrés de la política monetaria esté pasando factura a los intermediarios financieros de la eurozona. A pesar de ello no se observa riesgo de crisis financiera a corto plazo.

Gráfica 31

TED Spread



Fuente: Elaboración propia a partir de datos obtenidos en St.Louis FED; investing.com. El *spread* es entre la tasa LIBOR en euros a 3 meses y el rendimiento del bono alemán a 3 meses.

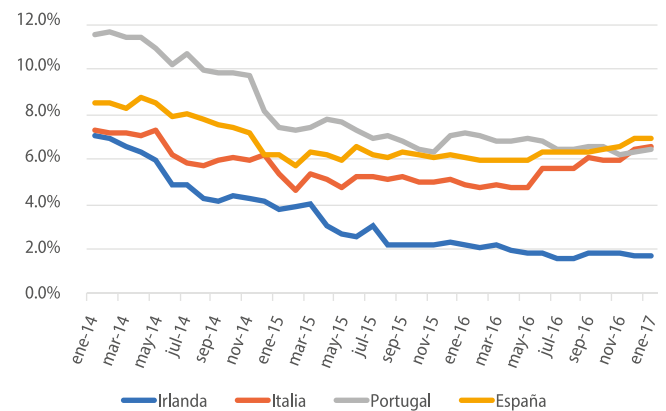
5. Financiamiento BCE a sectores financieros problemáticos

El sector financiero viene disminuyendo su necesidad de acudir al banco central para financiarse en todos los países que han tenido problemas financieros. En los últimos meses esta tendencia ha cambiado en España, Portugal y sobre todo, Italia.

Los problemas de la banca italiana están haciendo que la misma sea vista como una contraparte peligrosa para sus acreedores y la misma se vea obligada a acudir al banco central para refinanciarse. A pesar de ello la situación es todavía sostenible, nos encontramos lejos de una crisis financiera en Italia si atendemos a este indicador, aunque su incremento hace que tengamos que estar atentos a esta rúbrica.

Gráfica 32

Financiamiento BCE a sistemas financieros en problemas

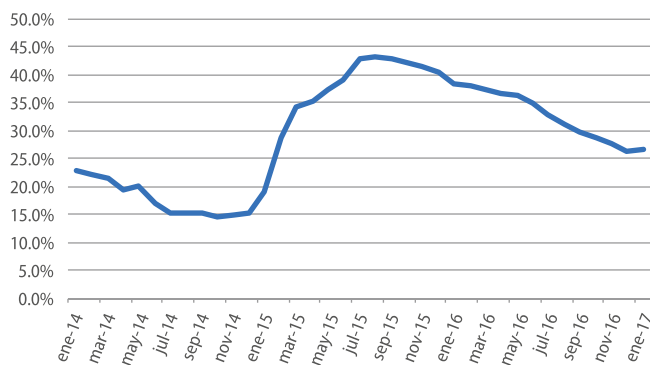


Fuente: BCE.

A pesar de que Grecia tiene un crecimiento económico mediocre, su banca empieza a recuperarse después de los problemas de 2015. Después de la suspensión de pagos se llegó a necesitar que el Banco Central Europeo financiara más del 43% de los pasivos bancarios griegos. La cifra actual es del 25.4%.

Gráfica 33

Financiamiento BCE a sistema financiero griego



Fuente: BCE.

6. Tendencias en la composición cualitativa del crédito

Ningún indicador de calidad del crédito indica probabilidad de crisis en el corto y medio plazo. Los bancos no se encuentran ganando liquidez y la liquidez de familias y empresas es buena.

Mención especial requiere la banca italiana que ha visto como en los últimos meses aumenta su necesidad de acudir al banco central en busca de financiación. Aunque estamos **Fiscalidad** fiscalmente en zona de peligro, esto podría provocar algún problema en el futuro cercano.

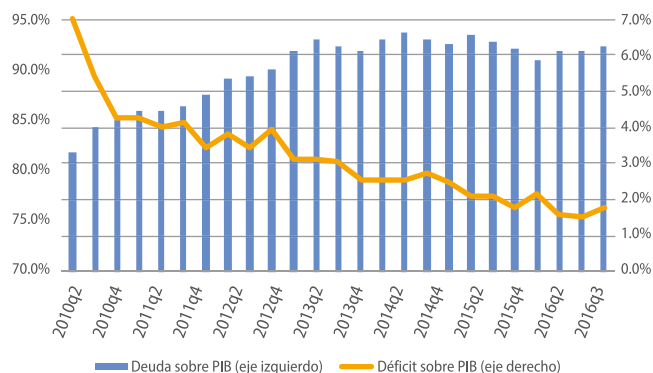
1. Déficit y deuda sobre PIB

A nivel agregado la eurozona consigue cumplir el objetivo de déficit de Maastricht del 3%. El objetivo de deuda del 60% del PIB está muy lejos de conseguirse ya que la deuda llega a 91.7% del PIB.

- Déficit sobre PIB (3Q 2016): 1.8% (1.8% 3Q 2015)
- Deuda sobre PIB (3Q 2016): 91.7% (91.5% 3Q 2015)

Gráfica 34

Deuda y déficit fiscal



Fuente: Eurostat.

Balanza de pagos

1. Balanza por cuenta corriente

El superávit por cuenta corriente llega al 4% del PIB. La balanza por cuenta corriente es estructuralmente positiva desde mediados de 2011. Los excesos de la burbuja pre-recesión se corrigen pasando de necesidad de financiamiento exterior a capacidad de financiamiento.

- Superávit cuenta corriente/PIB (diciembre 2016): 4.0% (3.7% diciembre 2015)

Gráfica 35

Balanza por cuenta corriente



Fuente: ECB, Eurostat. Los datos de la balanza por cuenta corriente han sido suavizados utilizando una media móvil de 6 meses

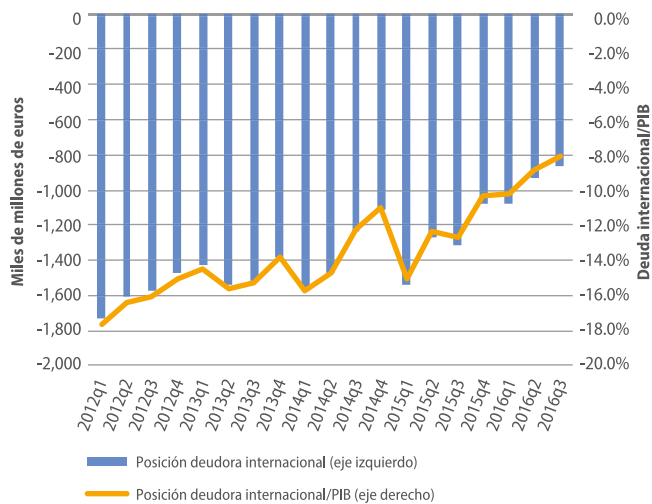
2. Posición financiera internacional

Por primera vez desde el estallido de la crisis en 2008 la posición deudora internacional cae por debajo del 10% del PIB. Los enormes superávits por cuenta corriente están permitiendo a la economía de la eurozona pagar las deudas contraídas en el pasado.

- Posición deudora/PIB (3Q 16): 8.1% PIB (12.6% 3Q 15)

Gráfica 36

Posición financiera internacional



Fuente: ECB, Eurostat.

3. Tendencias balanza de pagos

El euro sufre una presión de depreciación por el diferencial de tipos de interés entre la Reserva Federal y el Banco Central Europeo. El gran superávit por cuenta corriente de la eurozona permite contrarrestar la tendencia a la depreciación.

La posición financiera internacional continua su proceso de reestructuración y repago de deuda externa.

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.