



INFORME TRIMESTRAL

EUROZONA

El peligro de la banca italiana

ABRIL - JUNIO 2017

Autor: Daniel Fernández

Asistente de investigación: Cristopher E. Giron

trends.ufm.edu

T2 2017 EU

INDICADORES CICLO ECONÓMICO

EUROZONA

INDICADOR

INDICADOR

Posición liquidez sistema financiero

No hay degradación de liquidez

Posición liquidez familias

Todos los ratios de deuda de familias caen. Mejora liquidez

Posición liquidez empresas

No aumenta apalancamiento. Amplia capacidad de autofinanciamiento

Volumen de crédito

Estancamiento en cantidad crédito. Cambio en composición

Cantidad dinero

Se acelera crecimiento M1, puede estar indicando ciclo expansivo

Actividad económica

Buenos datos de crecimiento. Crecimiento formación bruta de capital fijo y por lo tanto buenas expectativas de crecimiento futuro

Demanda consumo cíclico

Aumento demanda bienes de consumo cíclico

Empleo

Aumento sostenido empleo. Tasa empleo mejora en todos los países, incluso en los más débiles

Precios

Ligero incremento, por debajo de objetivo BCE

Tipos de interés

Tipos negativos por BCE. Escasa demanda de crédito

Curva de tipos

Spread positivo y aumentando. Poca posibilidad crisis financiera

Spread riesgo bancario

Caída spread bancario a pesar de problemas en banca italiana

Déficit público

Déficit público en mínimos. Entre los países grandes sólo España supera ampliamente el límite de déficit del 3%

Financiación sistema bancario

Aumento de problemas para banca italiana y española

Situación general

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

EXPANSIÓN ECONÓMICA

EXPANSIÓN PELIGROSA

EXPANSIÓN SANA

Eurozona

CRISIS / RECESIÓN

RECUPERACIÓN ECONÓMICA

+

PROBABILIDAD DE CRISIS

-

Actividad económica y empleo

1. Actividad económica

a. PIB

El crecimiento económico sigue estable cerca del 2%. La eurozona lleva 15 trimestres consecutivos de crecimiento sin signos de agotamiento por el momento.

La contribución del crédito al crecimiento es casi nula por lo que no hay signos de sobrecalentamiento.

- Crecimiento PIB anual 1T 2017): 1.9% (1.7% 1T 2016)

Gráfica 1

Crecimiento PIB



Fuente: Eurostat.

b. PIB por países

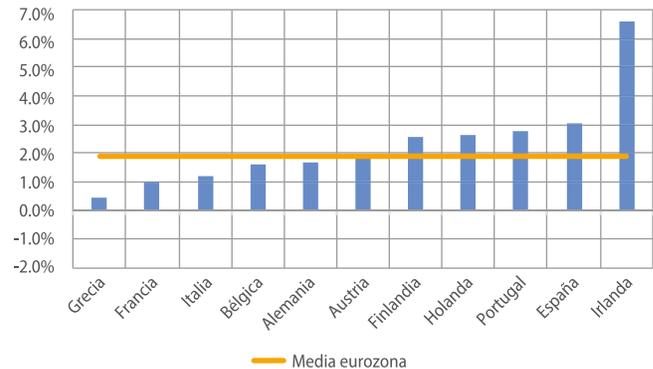
Irlanda sigue liderando la creación de valor en la eurozona con un crecimiento económico de un 6.6%. De entre los grandes países, España está en segundo lugar con un crecimiento de un 3%. Las reformas en Portugal empiezan a surtir efecto y la economía lusa crece un 2.8%.

Italia y Francia siguen con problemas económicos con crecimiento económico débil apenas por encima del 1%. Grecia crece muy tímidamente después de que el último trimestre cerrara en negativo.

Ningún país de la eurozona registra un crecimiento negativo del PIB.

Gráfica 2

Crecimiento PIB por país (1T 2017)



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

c. PIB por sectores

Los sectores que más crecen son información y comunicación en primer lugar y actividades científicas y técnicas en segundo lugar.

El sector financiero todavía se encuentra reajustándose y su contribución al crecimiento económico es negativa (su contribución al crecimiento económico es estructuralmente negativa desde finales de 2013).

Gráfica 3

Crecimiento económico por sector



Fuente: Eurostat.

d. Formación bruta de capital fijo

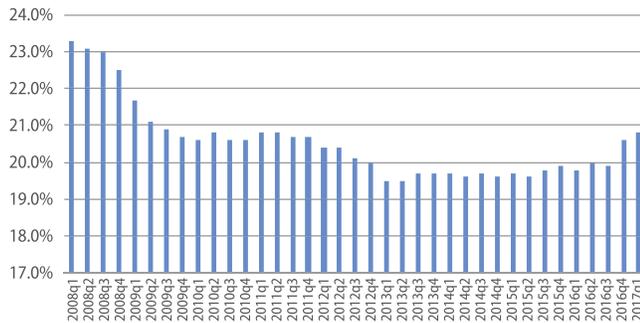
La formación bruta de capital fijo nos informa sobre la capacidad de crecimiento futuro de la economía.

En los últimos dos trimestres la nueva inversión en capital fijo ha crecido con fuerza después de mucho tiempo por debajo de la media histórica. La cifra actual es la más alta en 6 años.

Este dato es positivo para el crecimiento futuro de la economía de la eurozona.

Gráfica 4

Formación Bruta de Capital Fijo



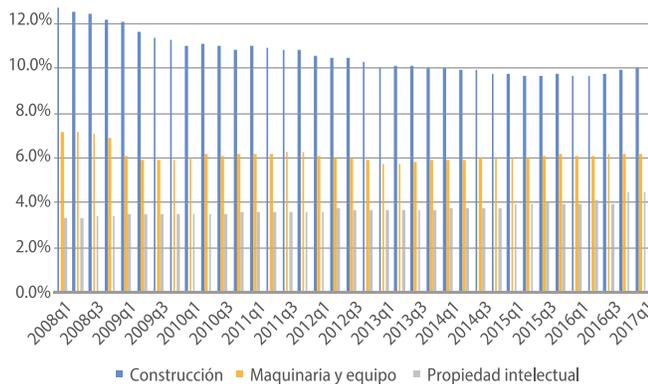
Fuente: Eurostat.

i. Formación bruta de capital fijo sectorial

El análisis sectorial de la FBCF nos puede dar una pista de cuáles serán los sectores de desarrollo futuro en la eurozona y si alguno de ellos se encuentra sobredimensionado.

Gráfica 5

Formación Bruta de Capital Fijo sectorial

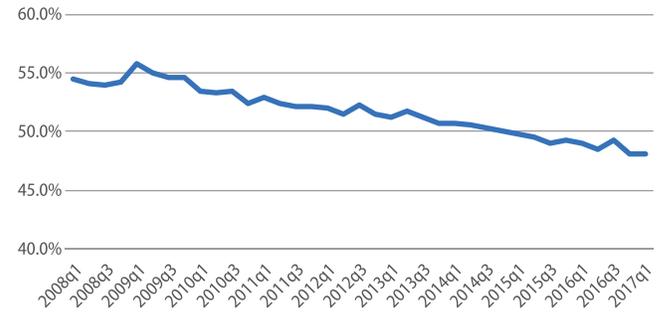


Fuente: Eurostat.

Vemos como efectivamente los errores del pasado se han ido corrigiendo y la formación bruta de capital fijo en construcción como % de la formación bruta de capital fijo total ha ido cayendo paulatinamente.

Gráfica 6

Formación Bruta de Capital Fijo en construcción como % del total



Fuente: Eurostat.

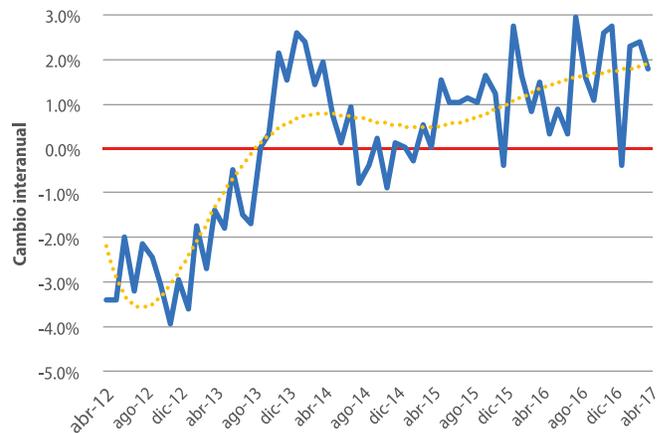
e. Índice de producción industrial

El índice de producción industrial continua con fuerte tendencia positiva y creciente.

- Crecimiento IPI anual (abril 2017): 1.8% (1.5% enero 2016)

Gráfica 7

Índice de producción industrial



Fuente: BCE.

f. Índice gestión de compras (PMI)

El PMI en la eurozona sigue marcando un fuerte crecimiento económico. La actividad económica de la eurozona a corto y medio plazo no va a sufrir un estancamiento.

- PMI compuesto (junio 2017): 56.8 (53.1 junio 2016)

Gráfica 8

PMI compuesto eurozona



Fuente: investing.com

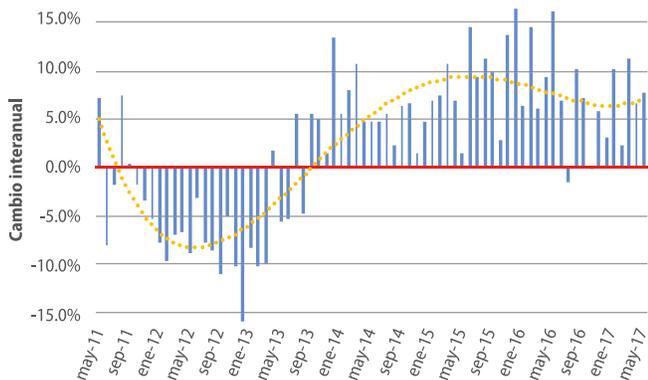
g. Demanda de sectores cíclicos

Tanto vehículos como viviendas están en clara senda expansiva, aunque moderan su crecimiento. A pesar del buen momento en ambos sectores, los permisos de construcción de nueva vivienda son un 30% de los registrados en 2007 (por lo que hay mucho recorrido hacia arriba). En 2016 las ventas de vehículos fueron un 6% inferiores a las ventas de 2007.

- Crecimiento registro vehículos (mayo 2017): 7.6% (16.0% mayo 2016)
- Crecimiento permisos nueva vivienda (febrero 2017): 4.4% (32.6% febrero 2016)

Gráfica 9

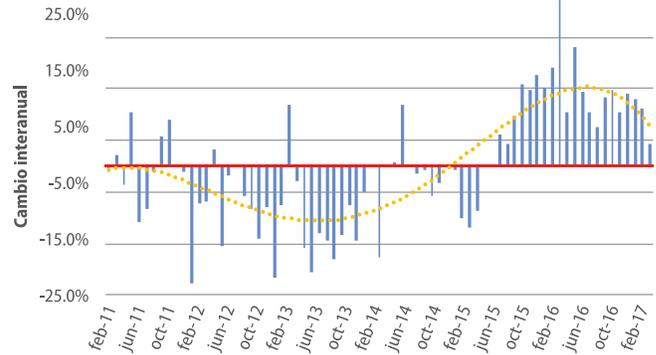
Registro nuevos vehículos



Fuente: European Automobile Manufacturers Association.
Datos de 2017 provisionales.

Gráfica 10

Permisos nueva vivienda



Fuente: Eurostat.

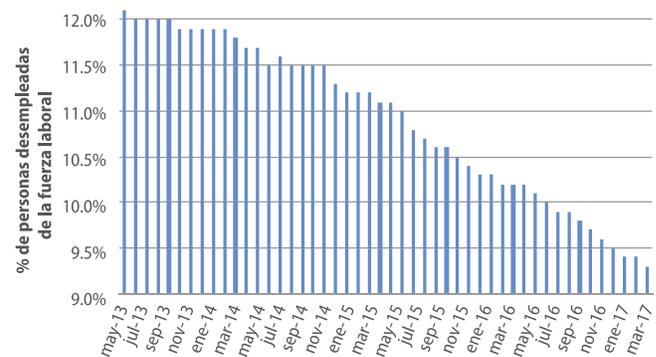
2. Empleo

a. Desempleo

La creación de empleo sigue a buen ritmo, la mayor parte de los estragos de la crisis de 2007 han desaparecido. La tasa de desempleo se sitúa en el mismo nivel de marzo de 2009.

Gráfica 11

Desempleo



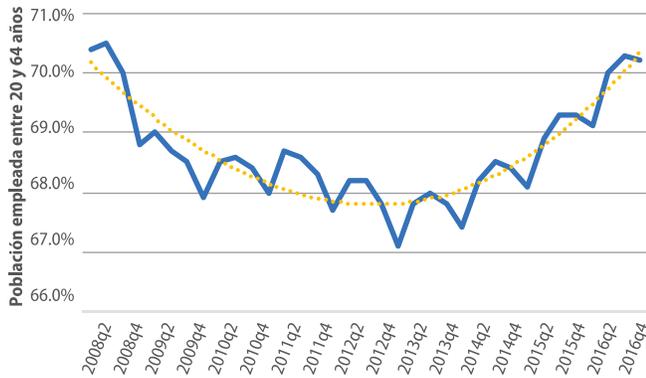
Fuente: Eurostat.

b. Tasa de empleo

En contraste con la recuperación económica norteamericana, la tasa de empleo de la eurozona se encuentra en los mismos niveles de 2007. El crecimiento económico si se ha transformado en una creación de empleo.

Gráfica 12

Tasa de empleo (20 a 64 años)



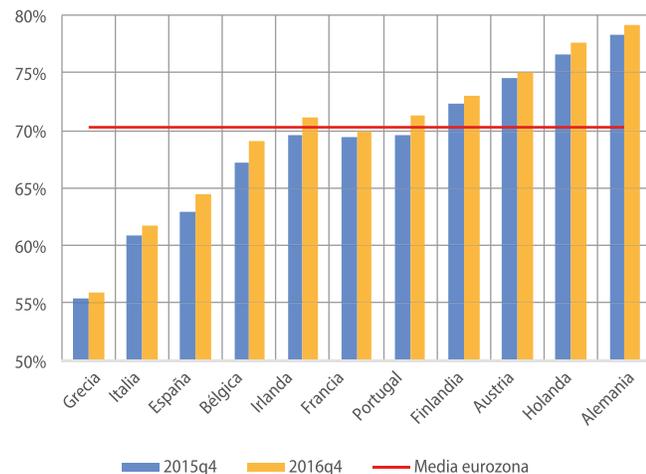
Fuente: Eurostat.

c. Tasa de empleo por países

La mejor tasa de empleo de la eurozona la tiene Alemania, que aventaja en casi un 9% a media la eurozona y en más de 23 puntos a la griega.

Gráfica 13

Tasa de empleo por países



Fuente: Eurostat.

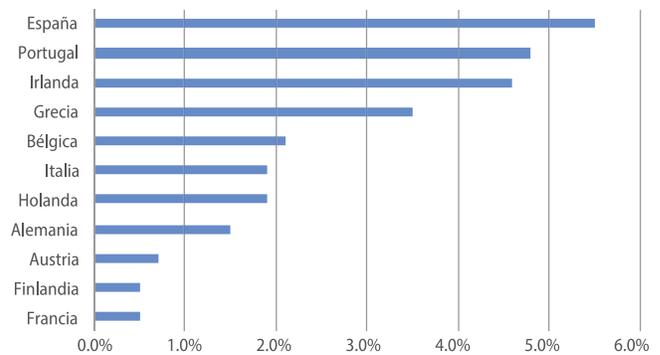
i. Mejora en la tasa de empleo

Desde que se iniciara la recuperación sostenida de la actividad económica y del empleo (2013), de entre los grandes países de la eurozona, los que más empleo han creado han sido España, Portugal e Irlanda.

Es de esperar que países con alta tasa de empleo se encuentren abajo en este gráfico, sin embargo, no es el caso de Italia ni de Francia. Esto es síntoma del problema de crecimiento y creación de empleo de estos dos países.

Gráfica 14

Mejora tasa empleo 3 años

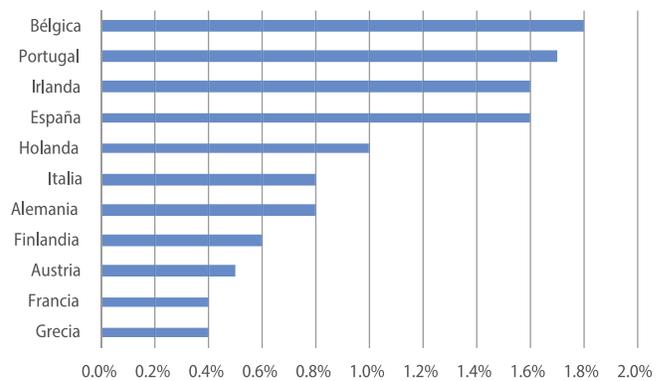


Fuente: Eurostat.

Todos los países mejoran las cifras de hace un año. El país que más empleo crea es Bélgica, con una mejora de 1.8% en su tasa de empleo, seguido por Portugal, España e Irlanda.

Gráfica 15

Mejora tasa empleo 1 año



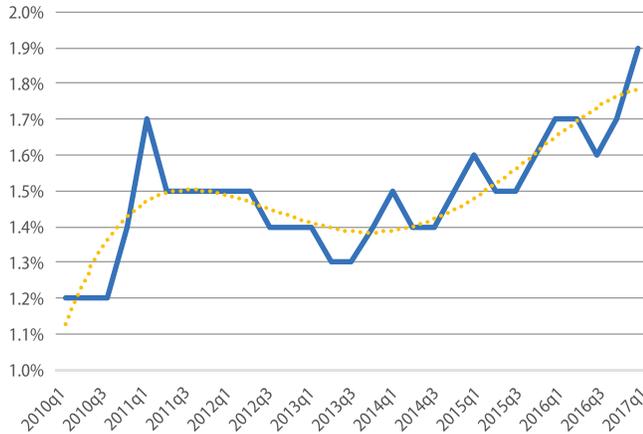
Fuente: Eurostat.

d. Tasa de empleo vacante

El número de vacantes en la eurozona repunta desde 2014. Esto es indicativo de que la demanda de trabajo es alta y sostenida.

Gráfica 16

Tasa de empleo vacante



Fuente: Eurostat.

Esta tendencia creciente también nos muestra la existencia de ciertos cuellos de botella en la oferta de algunos tipos de trabajo.

Cuando el desempleo todavía está lejos de su mínimo y se sienten carencias de ciertos tipos de trabajo, esto puede estar anticipando incremento de costes en las industrias objeto de dichas carencias y por ende en la competitividad de las mismas (la mayor demanda de trabajo sectorial sólo se traduciría en un mayor coste por factor trabajo si la elasticidad de la oferta de trabajo es pequeña).

i. Tasa de empleo vacante por sector

Los sectores que más empleo vacante tienen y por ende los candidatos a ser los que muestren una inflación de costes en el futuro son las actividades administrativas, información y comunicación y turismo.

Gráfica 17

Tasa empleo vacante por sector



Fuente: Eurostat.

Llama la atención que la construcción vuelva a estar entre los sectores con mayores vacantes a cubrir a pesar de que la formación bruta de capital fijo o la aportación al PIB aún no muestren signos importantes de recuperación.

3. Tendencias en actividad económica y empleo

La economía de la eurozona crece económicamente sin necesidad de nuevo crédito, por lo que la recuperación económica es sostenible en el largo plazo.

El incremento de la formación bruta de capital fijo y los buenos datos de los índices de gestión de compras nos hacen prever un aumento en la tasa de crecimiento en el futuro cercano.

Incluso si los problemas de China o posible ralentización del crecimiento en EEUU impactan negativamente en el crecimiento de la eurozona, la economía comunitaria está en una posición sólida para hacer frente a los posibles desafíos internacionales.

Inflación y precios

1. Agregados monetarios

a. M1 M2 M3

Los agregados monetarios siguen creciendo a ritmos de 2004 a la espera de un eventual *tapering* por parte del BCE.

- Crecimiento anual M1 (enero 2017): 9.4% (9.6% enero 2016)
- Crecimiento anual M2 (enero 2017): 5.1% (5.2% enero 2016)
- Crecimiento anual M3 (enero 2017): 4.9% (4.7% enero 2016)

Gráfica 18

Crecimiento agregados monetarios



Fuente: BCE.

b. Base monetaria y exceso de reservas

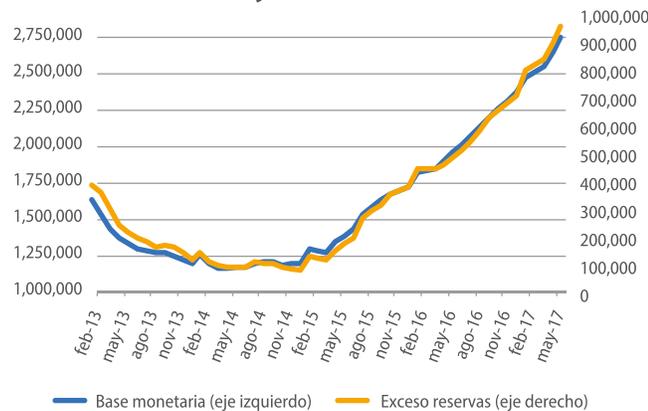
Fruto del programa de compras del BCE la base monetaria sigue creciendo a un ritmo cercano al 50% anual desde finales de 2015.

Si bien esto no es un peligro cercano para la inflación, la posibilidad de tener que pagar por el exceso de reservas en el futuro al sector bancario (tal y como lo está haciendo actualmente la Fed) puede ser un problema para implementar la política monetaria en el medio/largo plazo.

- Crecimiento anual base monetaria (marzo 2017): 44.2% (40.5% junio 2016)
- Crecimiento anual exceso de reservas (mayo 2017): 99.2% (180.1% mayo 2016)

Gráfica 19

Base monetaria y exceso de reservas



Fuente: BCE.

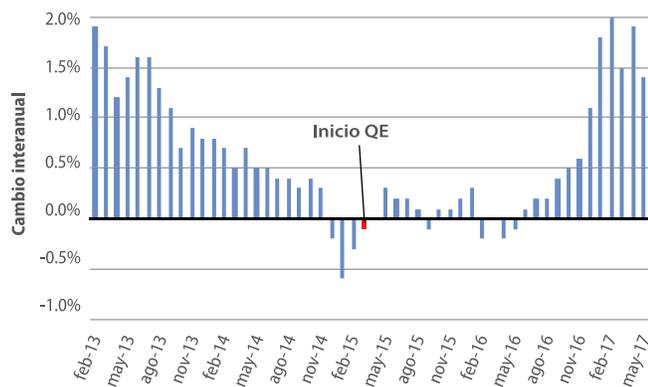
2. Índice de precios al consumidor

Después de alcanzar súbitamente el objetivo de inflación del BCE, el incremento de precios vuelve a caer por debajo del 2%.

- IPC general (mayo 2017): 1.4% (-0.1% mayo 2016)

Gráfica 20

Inflación general



Fuente: BCE.

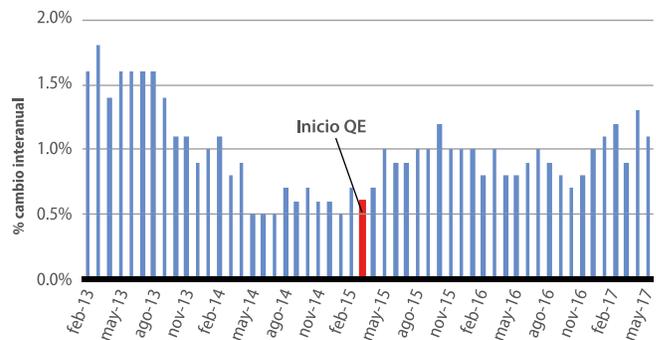
En términos de inflación subyacente los precios no son tan volátiles. Una vez eliminado el precio de la energía, ni la política del BCE parece tan exitosa ni los precios bajaron tanto como parecía en el pasado.

Tanto la justificación como el supuesto éxito del BCE al evitar la deflación son conclusiones erradas si miramos a la inflación subyacente.

- IPC excluyendo energía (mayo 2017): 1.1% (0.8% mayo 2016)

Gráfica 21

Inflación subyacente



Fuente: BCE.

3. Índice precios de producción

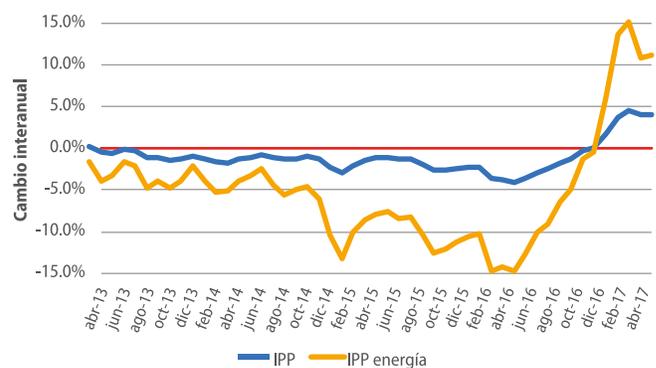
Los precios de producción se empiezan a disparar después de años en negativo. Después de años de crecimiento económico los precios empiezan a repuntar en 2017.

La razón de este incremento en los precios de producción es doble. Por un lado, el precio de la energía se ha disparado. Por otro lado, la depreciación del euro en los mercados internacionales hace que la importación de productos semiterminados o materia prima del exterior sea más onerosa.

- Índice precios de producción (abril 2017): 4.1% (-4.1% abril 2016)
- Índice precios de producción energía (abril 2017): 11.1% (-14.8% abril 2016)

Gráfica 22

Índice de precios de producción (IPP)



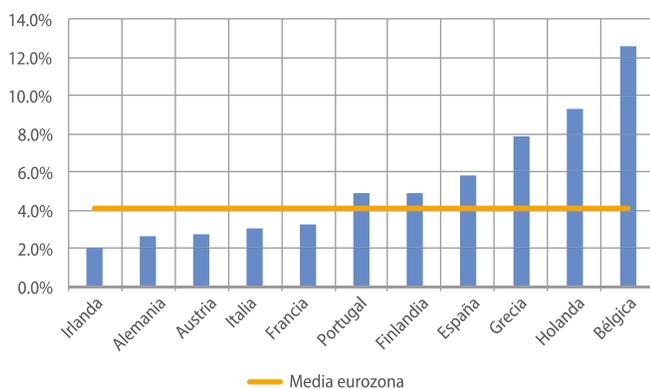
Fuente: Eurostat.

i. Índice de producción por país

Los precios de producción empiezan a crecer en los países que más rápido crecen económicamente. En este sentido es normal que los precios empiecen a repuntar en Holanda, España, Finlandia y Portugal.

Gráfica 23

Índice precios de producción por país



Fuente: Eurostat. Datos relativos a abril de 2017.

Mayores problemas tienen los países que ven crecer sus precios de producción sin que exista crecimiento económico. Este es el caso de Bélgica o Grecia que ven recortada su productividad por un aumento de costes que no conlleva crecimiento económico.

En el otro extremo se colocan países que a pesar de tener un crecimiento económico por encima de la media no ven incrementar los precios de producción. Este es el caso de Irlanda y en menor medida de Austria o Alemania que ven incrementada su productividad sin que el aumento en costes coarte el crecimiento futuro.

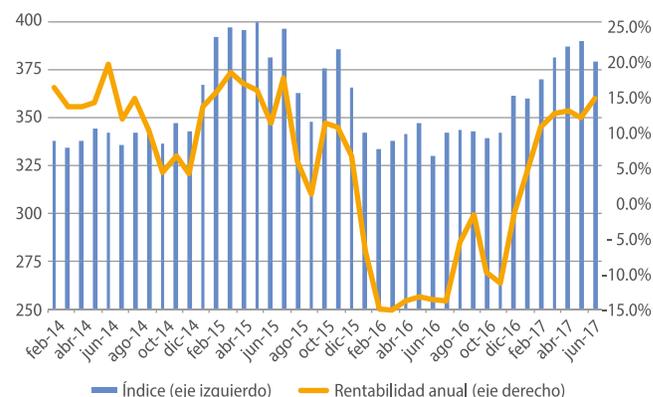
4. Índice de precios bursátiles

La rentabilidad bursátil recupera terreno positivo tanto en términos interanuales como la rentabilidad de 2017.

- Rentabilidad 2017 (enero 17 - junio 17): 5.0% (-9.7% enero 16 - marzo 16)
- Rentabilidad anual (junio 16 - junio 17): 15.0% (-13.5% junio 16 - junio 17)

Gráfica 24

EuroStoxx 600



Fuente: Investing.com

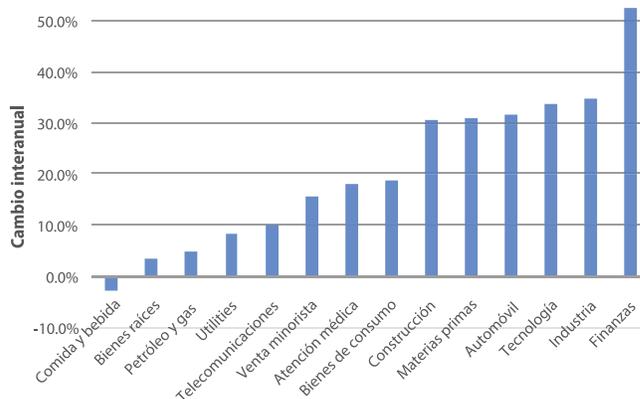
i. Índice bursátil desagregado

Aunque los precios bursátiles están creciendo, no lo hacen todos por igual. La desagregación por industria nos permite ver cuáles son los sectores en los que los inversores consideran que podría estar en futuro de la economía.

La mayor subida es para el sector financiero después de ser duramente castigado durante años. De hecho todavía hoy se encuentra por debajo del nivel registrado hace dos años y apenas cotizan a un 40% del nivel pico de 2007.

Gráfica 25

Índices bursátiles sectoriales



Fuente: Stoxx.com. Datos relativos a 6 de julio de 2017.

Por su parte los sectores de alimentación, bienes raíces y petróleo y gas o caen o suben muy por debajo de la media bursátil, indicativo del poco interés de los inversores en ellos.

5. Tendencias en la evolución de precios

Los precios al consumo incrementan principalmente por el efecto energía. Si excluimos el efecto de la energía los precios han incrementado entorno al 1% desde hace dos años. En esta rúbrica parece que el BCE ha tenido muy poco éxito.

Los precios de producción incrementan por primera vez desde 2013. El efecto de la energía también parece estar detrás del fuerte incremento.

Los índices bursátiles se recuperan después de importantes caídas en 2016 y se colocan al nivel de finales de 2015.

El subíndice bursátil "finanzas" es el que más crece después de un castigo más que notable en años anteriores y a pesar de que su contribución al crecimiento económico es todavía negativa. Llama la atención de que esto ocurra a pesar de la crisis bancaria italiana (ver sección composición cualitativa del crédito más abajo).

Crédito

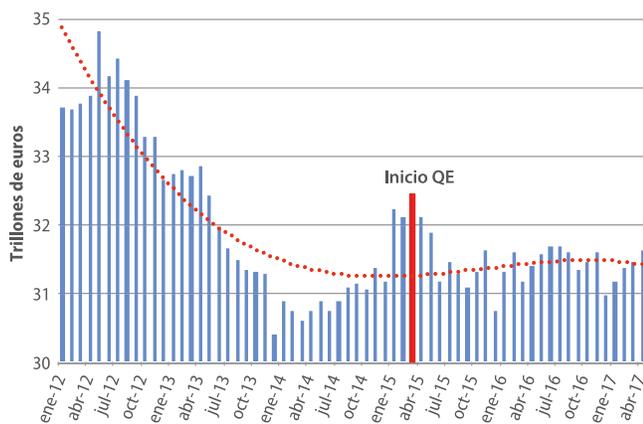
1. Crédito total extendido por sistema financiero

Continúa el movimiento lateral en la cantidad de crédito extendido por el sector financiero. Los intentos de reactivar el crédito en la eurozona están, de momento, fracasando.

- Crecimiento anual crédito (abril 2017): 0.7% (-2.3% abril 2016)

Gráfica 26

Total activos sector bancario



Fuente: BCE.

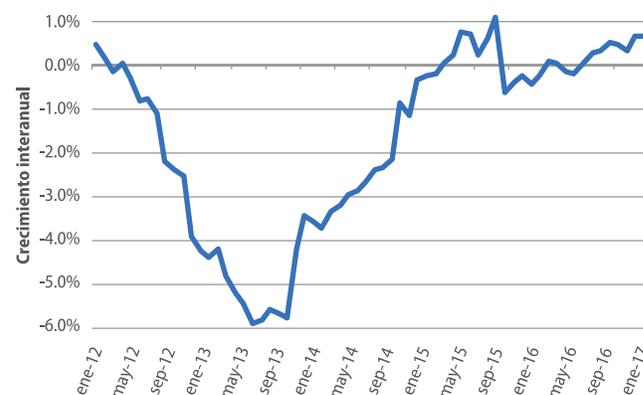
2. Crédito a empresas

a. Crédito total a empresas

El crédito a empresas casi no crece, sin embargo desde hace casi dos años registra un movimiento lateral. Después de años de profundas caídas en el crédito a empresas esto podría indicar el inicio de un ciclo expansivo.

Gráfica 27

Crédito a empresas



Fuente: BCE.

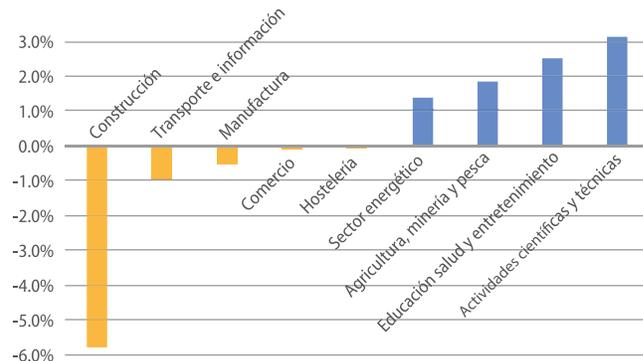
b. Crédito a empresas por sector

La composición sectorial del crédito a empresas cambia significativamente. La construcción disminuye su endeudamiento a la vez que aumenta su capitalización (ver sección índices bursátiles sectoriales).

Las actividades científicas y técnicas tienen el mayor crecimiento en crédito. Recordamos que también es uno de los sectores con mayor crecimiento económico y que más tasas vacantes de empleo muestran. Sin duda parece uno de los sectores del futuro en la eurozona.

Gráfica 28

Crédito bancario a empresas por sector



Fuente: BCE.

3. Crédito a familias

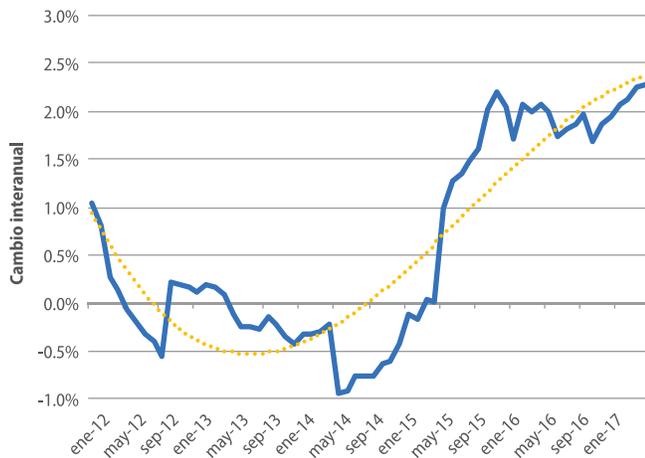
a. Crédito total a familias

El crédito a familias empieza a mostrar signos de estabilización en su crecimiento. Niveles de crecimiento a largo plazo de un 2% (en línea con el crecimiento del PIB) son sostenibles. Muy lejos quedan los crecimientos de doble dígito anteriores al colapso de 2007.

- Crecimiento crédito a familias (abril 2017): 2.3% (2.1% abril 2016)

Gráfica 29

Crédito a familias



Fuente: BCE.

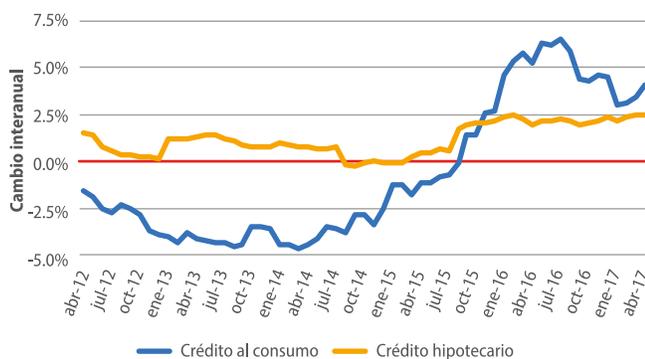
b. Desagregación crédito a familias

El crédito hipotecario se estabiliza con incrementos cercanos al 2.5% anual, cifra sostenible a largo plazo. El crédito al consumo crece algo más rápido después de años en negativo.

- Crecimiento crédito al consumo (abril 2017): 4.3% (6.5% abril 2016)
- Crecimiento crédito hipotecario (abril 2017): 2.8% (2.2% abril 2016)

Gráfica 30

Crédito a familias desagregado



Fuente: BCE.

4. Crédito al sector público

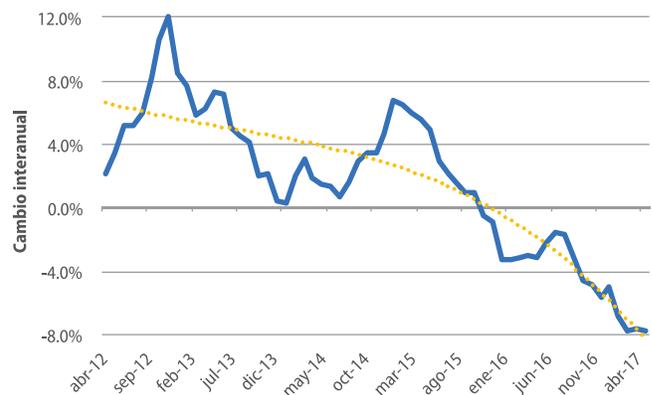
El sector bancario sigue cortando el crédito extendido al sector público de los países de la eurozona. La razón es doble; por un lado la consolidación fiscal es un hecho y, a excepción de España y en menor medida Francia, todos los grandes países de la eurozona cumplen el criterio de déficit de Maastricht.

Por otro lado los tipos negativos y la búsqueda del *yield* están provocando una huida hacia formas de crédito más rentables.

- Crecimiento crédito al gobierno (abril 2017): -7.7% (-3.1% abril 2016)

Gráfica 31

Crédito al gobierno



Fuente: BCE.

5. Tendencias en la extensión de crédito

El crédito total sigue estancado. Esto nos hace pensar que el crecimiento económico de la eurozona es sostenible ya que se está dando sin aportación de nuevo crédito.

Las buenas cifras de déficit en casi todos los grandes países de la eurozona (exceptuando España y en menor medida Francia) hace que el crédito extendido al sector público caiga.

La cuantía de crédito que se deja de extender al sector público está redirigiéndose hacia el crédito a familias que crece a una tasa sostenible de un 2% anual.

La composición sectorial del crédito a empresas nos hace esperar un crecimiento en el sector de las actividades científicas y técnicas.

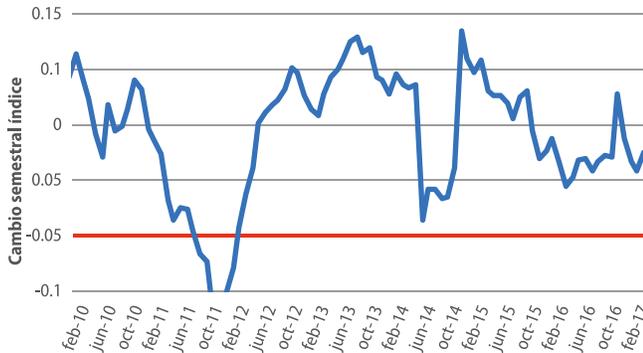
Composición cualitativa del crédito

1. Liquidity Gap sector financiero

El sector financiero actualmente ni descalza ni calza plazos, es decir ni pierde ni gana liquidez. No estimamos que exista un riesgo grave de liquidación financiera y subsecuente crisis en el corto y medio plazo.

Gráfica 32

Cambio Liquidity Gap



Fuente: UFM Market Trends. BCE.

i. Desagregación Liquidity Gap

Si desagregamos el *liquidity gap* en activos y pasivos del sector bancario podemos ver los patrones de liquidez bancaria más detalladamente.

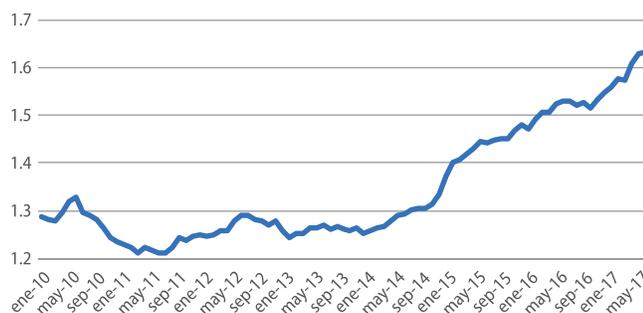
Así vemos como el sector bancario pierde liquidez por el lado de los pasivos (aumenta la proporción de pasivos a corto plazo).

La razón de este movimiento la podemos encontrar en la flexibilización cuantitativa del BCE. Los pasivos a corto plazo crecen por la mayor cantidad de reservas que existen en el sistema bancario.

Y efectivamente la deuda emitida a largo plazo por parte del sistema bancario se encuentra en su punto más bajo desde 2005 (a pesar de que el sector bancario ha crecido casi un 35% desde esa fecha).

Gráfica 33

Pasivos a corto plazo/pasivos a largo plazo sistema bancario



Fuente: UFM Market Trends. BCE.

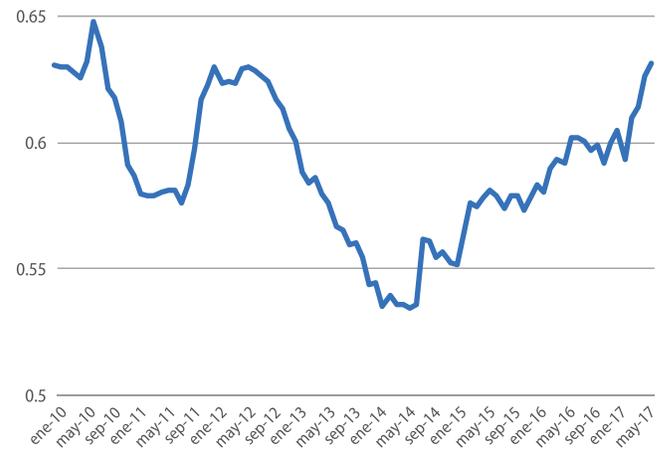
Por el lado del activo ocurre el movimiento contrario, el sector bancario gana liquidez por el lado del activo.

La proporción de activos a corto plazo sobre los activos a largo plazo aumenta, lo que significa que el sector bancario no está utilizando las facilidades de crédito extendidas por el BCE para transformar plazos y crear un auge artificial.

Esto también puede ser explicado por la expectativa de crecimiento de tipos de interés. El sector bancario podría estar evitando inmovilizarse a largo plazo ante la expectativa de que los títulos de largo plazo caigan de valor.

Gráfica 34

Activos a corto plazo/activos a largo plazo



Fuente: UFM Market Trends. BCE.

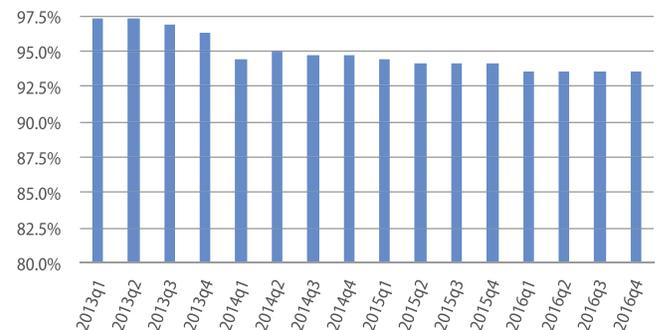
2. Posición financiera familias

A pesar de que las familias están incrementando su endeudamiento (ver sección crédito), esto no se transforma en un empeoramiento de su deuda sobre ingresos ya que los ingresos incrementan más rápido que la acumulación de deuda.

- Deuda sobre ingresos familias (4T 2016): 93.6% (94.1% 4T 2015)

Gráfica 35

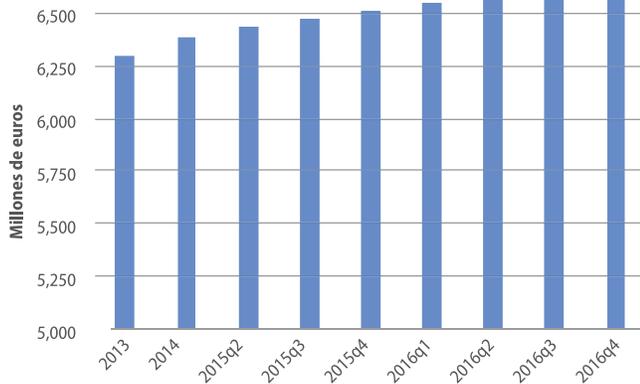
Deuda sobre ingresos familias



Fuente: BCE.

Gráfica 36

Ingreso bruto disponible familias (anual)



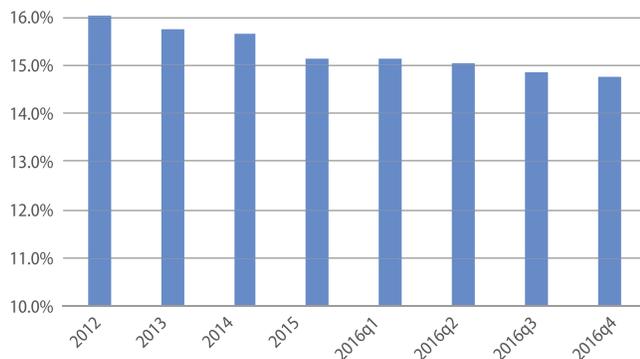
Fuente: BCE.

La riqueza neta de las familias también se incrementa mucho más rápido que la deuda, por lo que el ratio deuda sobre riqueza también cae a pesar de que el endeudamiento aumenta ligeramente. También la deuda sobre PIB de las familias cae.

Las familias de la eurozona, a pesar de haber terminado el ciclo de desapalancamiento en términos absolutos, continúan con un desapalancamiento en términos relativos.

Gráfica 37

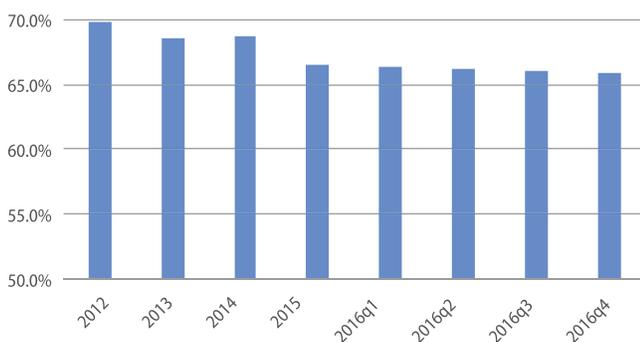
Deuda sobre riqueza familias



Fuente: BCE.

Gráfica 38

Deuda sobre PIB familias



Fuente: BCE.

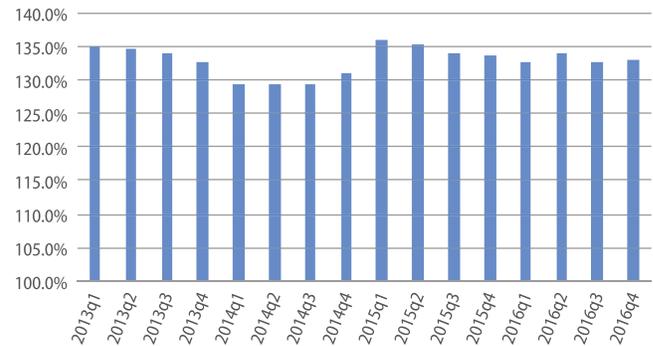
3. Posición financiera empresas no financieras

El ratio de endeudamiento de empresas se mantiene estable con una ligera tendencia a decrecer.

- Deuda sobre PIB empresas (4T 2016): 133.1% (133.6% 4T 2015)

Gráfica 39

Deuda sobre PIB empresas

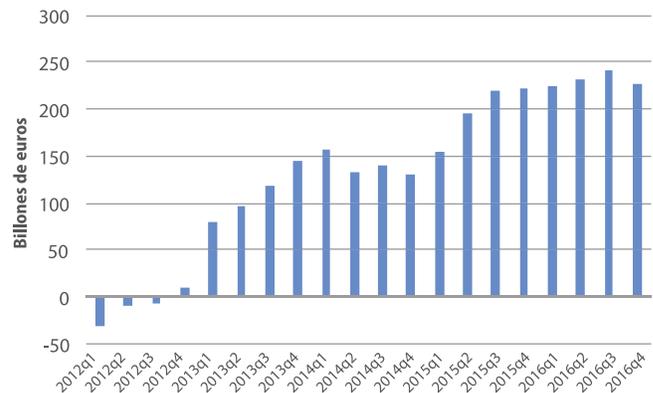


Fuente: BCE.

Ahora bien, las empresas no sólo son capaces de autofinanciarse (no necesitan nueva deuda) sino que además tienen capacidad de financiar a otros agentes económicos.

Gráfica 40

Capacidad (+) necesidad (-) de financiamiento empresas



Fuente: BCE

Hasta que no surjan nuevas oportunidades de beneficio que agoten esta capacidad de financiamiento la posibilidad de los tipos de interés de repuntar es muy reducida.

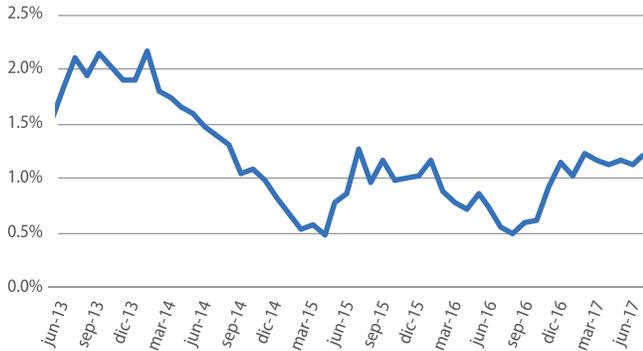
4. Descalce de plazos y riesgos

a. Spread curva rendimientos

El diferencial de tipos sigue siendo suficientemente amplio como para no esperar una crisis financiera a corto y medio plazo.

Gráfica 41

Spread curva rendimientos



Fuente: BCE.

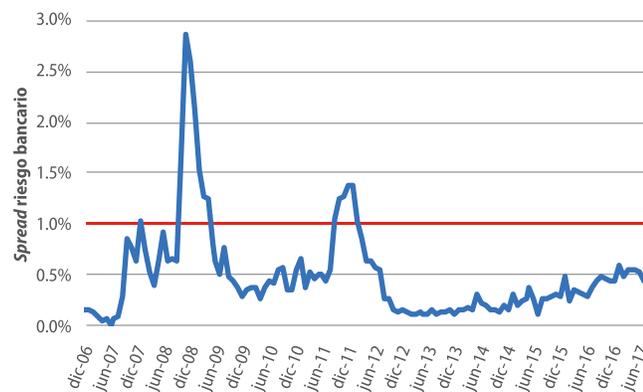
b. TED Spread

El *spread* de riesgo bancario se encuentra muy lejos de la zona de peligro e incluso ha bajado en los últimos meses.

El sector bancario está en una fase conservadora y esto se termina reflejando en el diferencial de riesgo bancario.

Gráfica 42

TED Spread



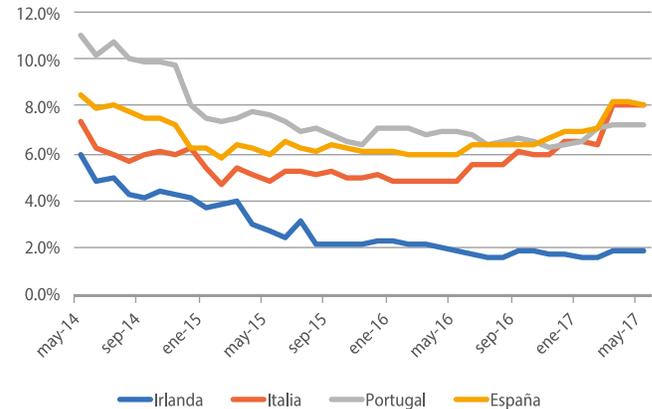
Fuente: Elaboración propia a partir de datos obtenidos en St.Louis FED; investing.com. El spread es entre la tasa LIBOR en euros a 3 meses y el rendimiento del bono alemán a 3 meses.

5. Financiamiento BCE a sectores financieros problemáticos

La banca italiana entraba en el año 2016 con una necesidad de financiación en el BCE de apenas el 4.8% de sus pasivos. Tras los diversos problemas que están pasando sus bancos, la financiación del mercado se está cerrando parcialmente y se ven obligados a acudir al banco central. Actualmente la necesidad de financiación de la banca italiana en el BCE asciende a un 8.1% de sus pasivos.

Gráfica 43

Financiamiento BCE a sistemas financieros en problemas



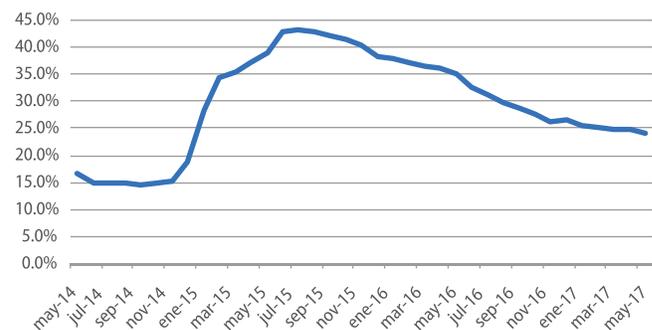
Fuente: BCE.

España y Portugal están siendo arrastrados por la banca italiana y por problemas internos en el caso de España también. Esto está provocando que la financiación que necesitan del banco central también aumente.

La banca irlandesa, tan castigada en el pasado parece que ha sabido reestructurarse más rápido que la del resto de países con problemas y no ha visto cerrada la financiación en el mercado ante los problemas de la banca italiana.

Gráfica 44

Financiamiento BCE a sistema financiero griego



Fuente: BCE.

La banca griega, todavía con grandes problemas, no ha visto incrementada su necesidad de financiación en el BCE con motivo del episodio italiano de problemas bancarios. La recuperación de la credibilidad del sistema financiero griego es lenta pero constante.

6. Tendencias en la composición cualitativa del crédito

La liquidez del sistema bancario se mantiene constante mientras que familias y empresas han visto aumentados sus ratios de liquidez y capacidad de pago de deudas. En este sentido no esperamos una disrupción financiera en la eurozona en el corto y medio plazo.

Tanto el diferencial de la curva de rendimientos como el diferencial de riesgo bancario se encuentran lejos de la zona de peligro a pesar de la crisis bancaria italiana.

El financiamiento del BCE a sistemas bancarios muestra que la crisis italiana ha tenido algunas repercusiones y cierres de mercados parciales para Italia y España.

Repercusiones de la crisis bancaria italiana

1. Capacidad de financiamiento de la banca en el mercado

Podemos iniciar la crisis bancaria italiana en los stress test del verano de 2016. ¿Cómo han reaccionado los sistemas financieros europeos a la misma? ¿Ha habido efecto contagio?

Veamos primero como han cambiado las exigencias de financiación en el BCE en un año para una selección de países de la eurozona. Esto es indicativo de la desconfianza del mercado hacia los sistemas bancarios de varios países.

Gráfica 45

Pasivos financiados por BCE	mayo 2016	mayo 2017
Holanda	0.6%	1.4%
Alemania	0.9%	1.6%
Irlanda	1.9%	1.8%
Italia	4.8%	8.1%
España	5.9%	8.0%
Portugal	7.0%	7.1%
Grecia	35.0%	24.2%

Fuente: BCE.

La práctica totalidad de los sistemas financieros nacionales han sufrido un empeoramiento en este apartado con respecto a la situación de hace un año. La mayor parte de países que se suponen no tienen problemas bancarios y exhiben menor financiación en el BCE han visto empeorar su situación por lo que existe un efecto contagio claro de la banca italiana al resto de bancas europeas.

Llama la atención el caso de Irlanda, Portugal y, sobre todo, Grecia. Esperaríamos que el efecto contagio se hubiera centrado principalmente en los eslabones percibidos como más débiles. La falta de efecto contagio podría venir por una sobrecapitalización del sector debido a los rescates financieros o por una verdadera reestructuración del sector.

España, a pesar de tener haber recibido un rescate si se ha visto arrastrado con el resto de bancas europeas. La razón podría estar en que la reestructuración del sector no ha terminado y se perciben debilidades o en que la banca española tiene sus propios problemas internos.

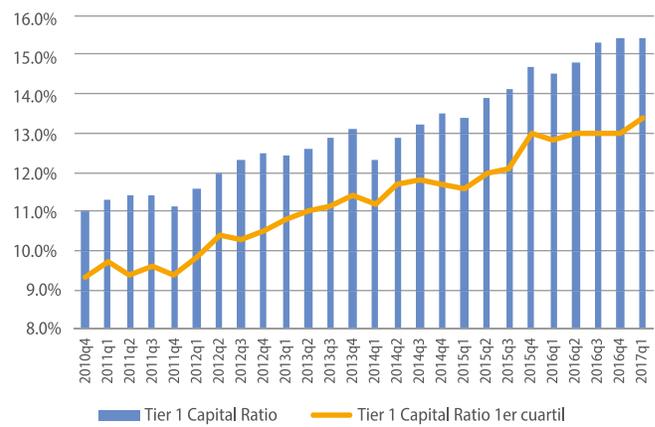
2. Ratio capitalización banca eurozona

La capitalización de los bancos es ahora muy superior a la de anteriores crisis bancarias lo que hace al sector más fuerte ante nuevas crisis.

Tanto la capitalización media como el primer cuartil (bancos más débiles) han visto aumentar su capitalización.

Gráfica 46

Tier 1 Capital Ratio



Fuente: EBA.

3. Ratio deuda/capital bancos eurozona

Si vemos el ratio de deuda sobre capital también podemos observar la misma tendencia, la posición financiera de los bancos es mucho más sólida hoy que la de hace algunos años.

El porcentaje de bancos con un múltiplo de deuda/capital menor a 12 (posición financieramente sólida) ha incrementado notablemente desde finales de 2014.

El porcentaje de bancos con un múltiplo de deuda/capital muy grande y por ende en posición financiera peligrosa (múltiplo mayor a 15) ha caído en más de un 15% desde 2014.

Gráfica 47

Ratio deuda/capital bancos (% sobre total bancos)	<12X	>15X
2014q4	10.5%	63.1%
2015q1	10.0%	57.2%
2015q2	7.3%	51.3%
2015q3	10.5%	51.7%
2015q4	12.5%	50.8%
2016q1	9.5%	54.7%
2016q2	11.0%	56.0%
2016q3	16.3%	51.2%
2016q4	16.3%	54.7%
2017q1	17.9%	47.9%

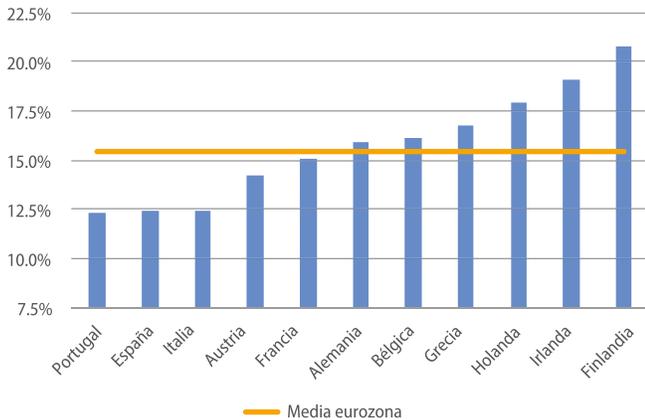
Fuente: EBA. Porcentaje de bancos con ratio de deuda/capital menor a 12X y mayor a 15X.

4. Capitalización bancaria por país.

Si desagregamos la capitalización por país vemos que los países con mayor necesidad de financiación en el BCE son también los que cuentan con un sector bancario menos capitalizado.

Gráfica 48

Tier 1 Capital Ratio por país



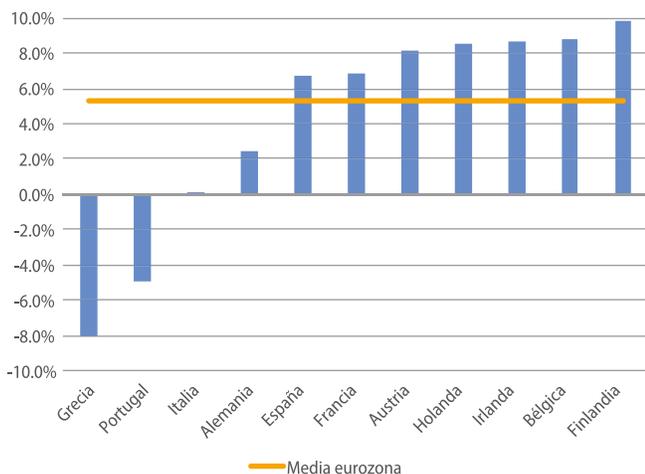
Fuente: BEA.

5. Rentabilidad bancaria por país

La capacidad de capitalización futura de los países con más problemas (Portugal, España e Italia) depende de la capacidad de generación de beneficios (y de no distribuirlos).

Gráfica 49

Rentabilidad sobre capital banca por país



Fuente: BEA. Los datos son la media de rentabilidad de los últimos 4 trimestres.

Tanto Portugal como Italia van a tener problemas para recaptalizarse privadamente y es posible que necesiten nuevas ayudas públicas. El sector bancario español puede acumular beneficios no repartidos para aumentar su ratio de capital de forma privada.

Fiscalidad

1. Déficit y deuda sobre PIB

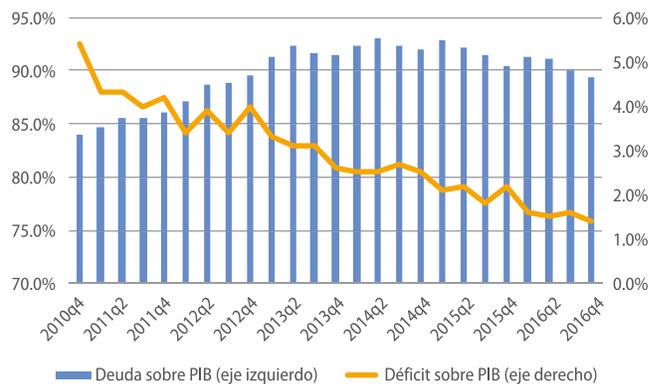
La consolidación fiscal avanza a paso firme. El déficit fiscal cae a niveles de 2006 (recordamos que en 2006 los ingresos fiscales estaban inflados por efecto de la burbuja inmobiliaria).

La situación fiscal actual es quizá la más sostenible (si el gasto no aumenta sustancialmente en el futuro) de la historia de la eurozona. Se registran uno de los menores déficits de la historia de la eurozona a la vez que la economía se encuentra lejos de una fase de burbuja.

- Déficit sobre PIB (4Q 2016): 1.4% (2.2% 4Q 2015)
- Deuda sobre PIB (4Q 2016): 89.3% (90.4% 4Q 2015)

Gráfica 50

Deuda y déficit fiscal



Fuente: Eurostat

2. Déficit por país

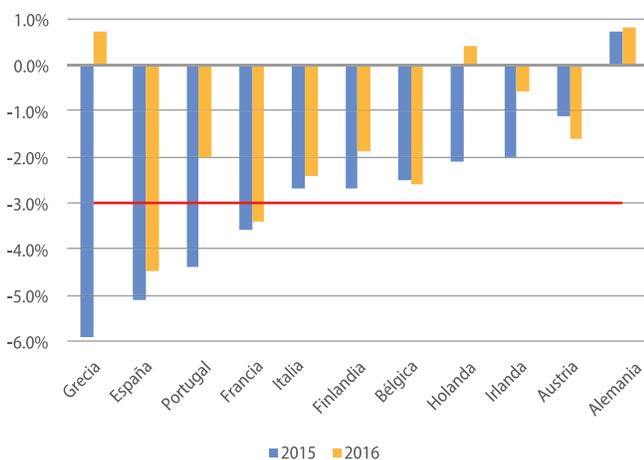
A pesar del éxito de la consolidación fiscal, los esfuerzos han sido realizados de forma más consistente en unos países que en otros.

Así, de los países más grandes de la eurozona, el mayor déficit lo presenta España seguido por Francia. Los dos países suspenden el criterio de déficit de Maastricht (aunque sólo España lo hace por un amplio margen).

Llama la atención la enorme consolidación fiscal de Grecia, que le ha llevado de tener el mayor déficit de la eurozona en 2015 a tener el mayor superávit en 2016 (igual a Alemania). Es de destacar que Grecia, a pesar del todavía débil crecimiento, haya sido capaz de salir de la recesión causada por las vacaciones bancarias de 2015.

Gráfica 51

Déficit público 2015 vs 2016



Fuente: Eurostat.

Balanza de pagos

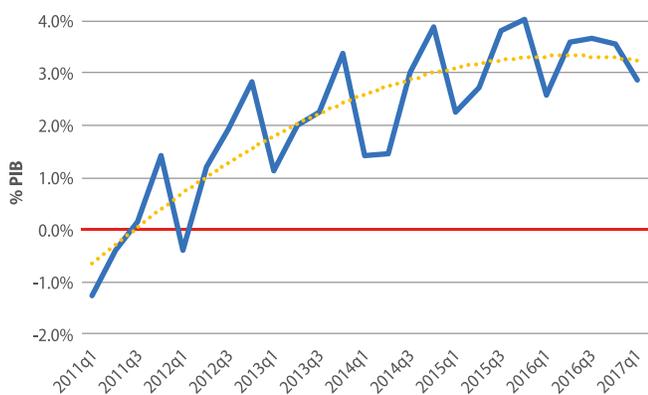
1. Balanza por cuenta corriente

El superávit por cuenta corriente supera tendencialmente el 3% y no parece mostrar síntomas de agotamiento. Atrás quedan los años donde la tónica habitual era la necesidad de financiamiento externa.

- Superávit cuenta corriente/PIB (1T 2017): 2.9% (2.6% 1T 2016)

Gráfica 52

Balanza por cuenta corriente



Fuente: Eurostat.

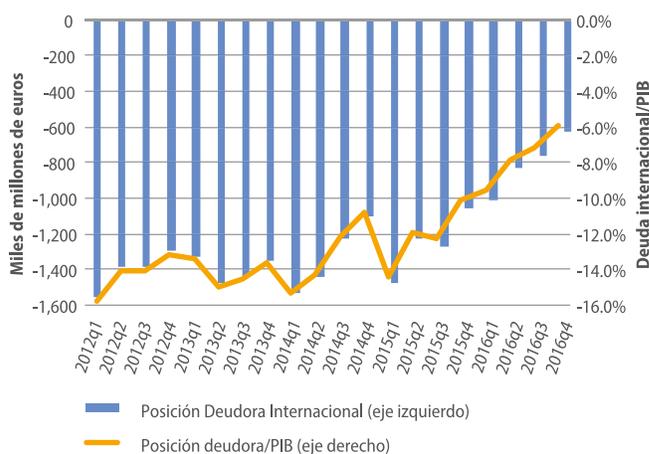
2. Posición financiera internacional

La posición financiera internacional sigue mejorando a pasos acelerados. De mantenerse el superávit por cuenta corriente y el tipo de cambio del euro, la eurozona podría ser netamente acreedora en menos de dos años.

- Posición deudora/PIB (4Q 16): 5.1% PIB (10.1% 4Q 15)

Gráfica 53

Posición financiera internacional



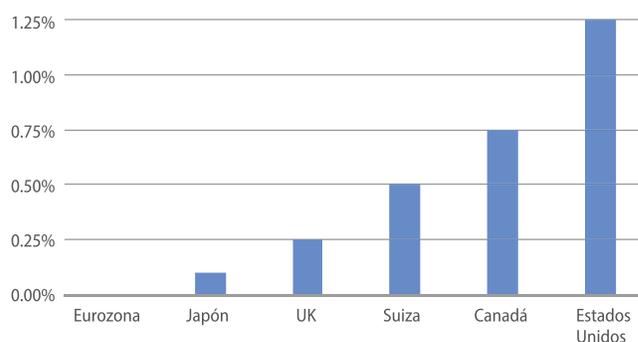
Fuente: ECB, Eurostat.

3. Diferencial de tipos de interés

El tipo de referencia del BCE sigue en el 0% (con tipos de mercado negativos). La paulatina subida de tipos de Estados Unidos está haciendo que el diferencial de tipos de interés entre monedas se amplíe.

Gráfica 54

Tipos de interés de referencia



Fuente: Financial Times, BCE, Fed.

4. Tipo de cambio

El tipo de cambio del Euro tiene una tendencia a la apreciación por parte del gran superávit comercial de la eurozona.

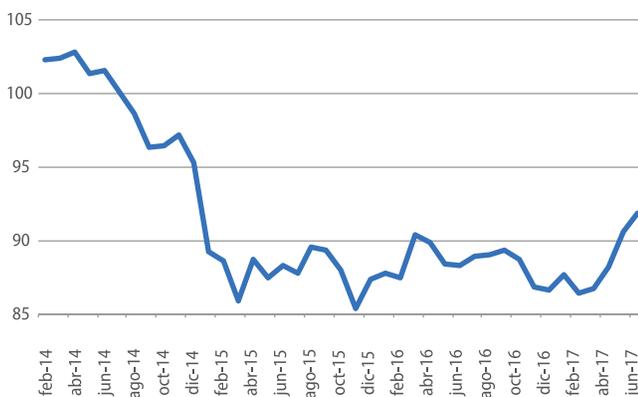
Por otra parte, el tipo de cambio tiene una tendencia a la depreciación por parte del creciente diferencial de tipos con otras monedas, especialmente con el dólar norteamericano.

La tendencia que se impone desde el inicio de 2017 es la de apreciación. En el transcurso de 2017 el euro se ha apreciado en más de un 6% contra el resto de monedas.

- Tipo de cambio euro interanual (junio 2016-junio 2017): 4.1% (0.0% junio 2016-junio 2017)
- Tipo de cambio euro 2017 (enero 2017-junio 2017): 6.1% (1.0% enero 2016-junio 2016)

Gráfica 55

Índice del euro



Fuente: investing.com

5. Tendencias balanza de pagos

La balanza por cuenta corriente de la eurozona se mantiene por encima tendencialmente del 3% de forma sostenida y sostenible. Esto hace que la posición deudora internacional disminuya sustancialmente.

Los diferenciales de tipos de interés con otras monedas se amplían, especialmente desde que la Reserva Federal norteamericana decidiera emprender el curso de subida de tipos de interés.

La balanza por cuenta corriente empuja hacia arriba el valor del Euro en los mercados internacionales mientras que el diferencial de tipo de interés lo empuja hacia abajo. Especialmente desde 2017 esta "guerra" entre tendencias parece decantarse del lado de la apreciación del euro.

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.