



INFORME SEMESTRAL

EUROZONA

El año en que la eurozona retoma el camino

ENERO - JUNIO 2018

Autor: Jorge Eduardo García

trends.ufm.edu

S1 2018 EU

INDICADORES CICLO ECONÓMICO

EUROZONA

INDICADOR

Posición liquidez sistema financiero

No hay degradación de liquidez

Posición liquidez familias

Ingresos aumentan más rápido que endeudamiento

Posición liquidez empresas

Apalancamiento estable. Amplia capacidad de autofinanciamiento

Volumen de crédito

Disminuye crédito a empresas y gobierno, aumenta a familias

Cantidad dinero

Los agregados se mantienen estables, ligeramente a la baja

Actividad económica

Crecimiento sano, liderado por actividad industrial y manufactura

Demanda consumo cíclico

Desaceleración en nuevos vehículos y nuevas viviendas, aunque a niveles estables

INDICADOR

Empleo

Aumento sostenido empleo a niveles pre-crisis

Precios

Ligero incremento, aún debajo de objetivo BCE

Tipos de interés

Tipos negativos por BCE. Escasa demanda de crédito

Curva de tipos

Aumenta spread positivo. Poca probabilidad crisis financiera

Spread riesgo bancario

Ligera disminución spread bancario, lejos zona de riesgo

Déficit público

Déficit público en mínimos, próximo al superávit

Situación general

Crecimiento económico sostenible en el mediano plazo



Actividad económica y empleo

1. Actividad económica

a. PIB

El crecimiento económico volvió a niveles pre-crisis en el 2017. Durante todo el año el PIB superó el 2% de crecimiento interanual. El desarrollo del PIB superó todas las expectativas, inclusive el BCE situó el estimado el crecimiento del 2017 en 2.4%, en lugar del 1.7% estimado a inicios de 2017. En todos los países de la eurozona los negocios se dinamizaron, y se espera un 2018 optimista tanto para negocios como para familias.

- Crecimiento PIB anual 3T 2017: 2.76% (1.72% 3T 2016)

Gráfica 1

Crecimiento PIB



Fuente: Eurostat.

b. PIB por países

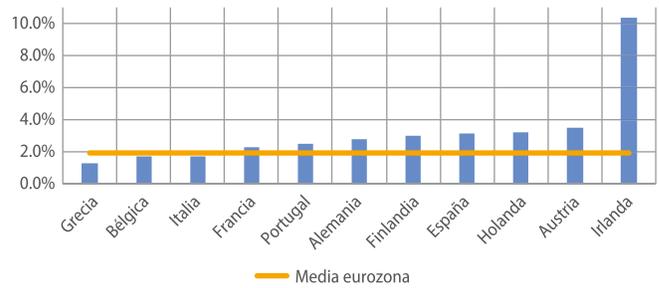
Irlanda vuelve a mostrar un enorme crecimiento comparado con la eurozona, superando por mucho cualquier pronóstico. Esto es producto de la influencia de las grandes multinacionales en su economía, en específico de exportaciones asociadas con contratos de manufactura fuera del país, lo cual no influye demasiado en la vida del irlandés promedio. Una estimación de crecimiento más certera, dada por el Banco Central de Irlanda, estima el crecimiento de 2017 en 4.4%.

En Alemania las exportaciones mejoraron, los ingresos fiscales aumentaron y la combinación de aumento en salarios reales y tasas de interés históricamente bajas aumentaron el gasto de consumidores. Austria también fue una buena muestra de dinamismo económico. Francia presenta un caso interesante: aunque su crecimiento es pequeño, comparado con otros países de la eurozona, fue el mejor año desde 2011. Tras las reformas de Emmanuel Macron, la inversión crece en Francia motivada por la reforma laboral y la reducción de impuestos al capital y dividendos.

Inclusive Grecia, que muestra las menores tasas de crecimiento, muestra una recuperación lenta pero constante. La comisión europea estima un crecimiento para la economía helena en 2018 del 2.5%, principalmente por los números récord de turismo, así como el alza en el consumo doméstico.

Gráfica 2

Crecimiento PIB por país (3T 2017)



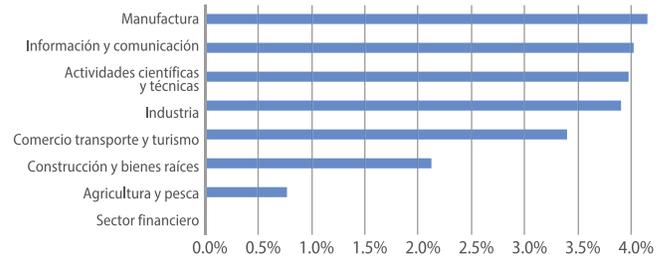
Fuente: Eurostat.

c. PIB por sectores

2017 fue un buen año para manufactura y servicios, pues su desempeño fue mejor que cualquier pronóstico. El sector financiero fue el de peor desempeño en 2017, pues apenas en el tercer trimestre logró un crecimiento de 0.02%, teniendo la primera mitad del año decrecimientos. El 2018 se plantea como un buen año para todas las industrias.

Gráfica 3

Crecimiento económico por sector



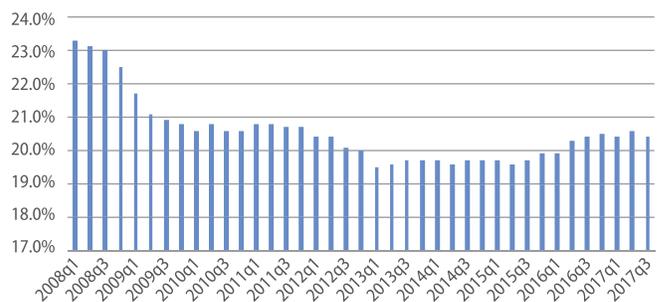
Fuente: Eurostat. Datos correspondientes al tercer trimestre de 2017.

d. Formación bruta de capital fijo

Es el segundo año consecutivo donde la formación bruta de capital es mayor al 20% del PIB. Las inversiones en capital fijo son un reflejo de la confianza en el desempeño económico de largo plazo, y tras las muestras de recuperación del 2017, las empresas muestran interés en invertir en capital, aunque no a los niveles burbuja pre-2008.

Gráfica 4

Formación Bruta de Capital Fijo



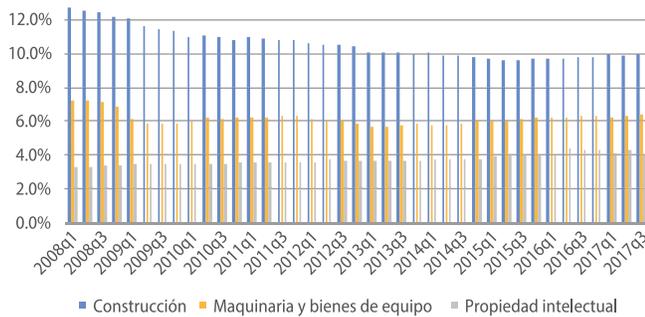
Fuente: Eurostat.

e. Formación bruta de capital fijo sectorial
i. Formación bruta de capital fijo sectorial

Desagregando la información, se puede apreciar que en el 2017 la formación de capital en construcción representa el 10% del PIB, cifra máxima en 4 años, y es casi la mitad de toda la formación bruta de capital del año. El nivel de crecimiento se muestra estable en los tres regiones, y se ve acompañado de un buen desempeño económico en sus tres regiones respectivos del PIB.

Gráfica 5

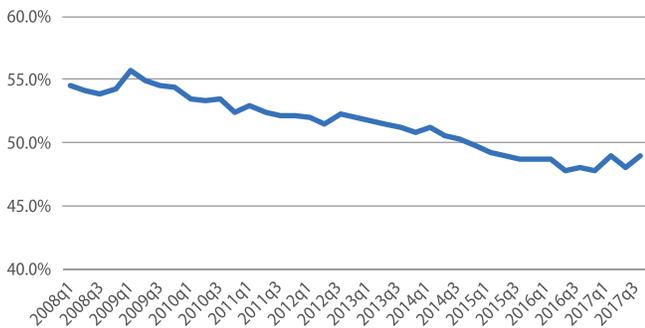
Formación Bruta de Capital Fijo sectorial



Fuente: Eurostat.

Gráfica 6

Formación Bruta de Capital Fijo en construcción como % del total



Fuente: Eurostat.

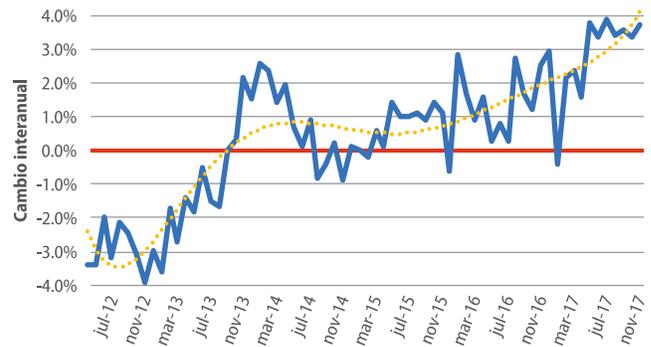
f. Índice de producción industrial

El índice de producción industrial muestra lo alcista del sector industrial en 2017. Desde el segundo trimestre superó el 3% de crecimiento anual, cifras no vistas desde antes de la crisis europea. El alza en manufactura es buen signo de la recuperación de la eurozona.

- Crecimiento IPI anual (noviembre 2017): 3.71% (2.5% noviembre 2016)

Gráfica 7

Índice de producción industrial



Fuente: BCE.

g. Índice gestión de compras (PMI)

En todo el 2017, el PMI superó las expectativas, y diciembre fue el mes más fuerte desde la creación del euro. El optimismo de los CEOs muestra la confianza de las empresas a la hora de realizar nuevas inversiones, lo que a su vez es señal de que la recuperación es sostenible, y el sentimiento "bullish" muestra que aún hay espacio para más crecimiento.

- PMI compuesto (diciembre 2017): 58 (53.9 diciembre 2016)

Gráfica 8

PMI compuesto eurozona



Fuente: investing.com

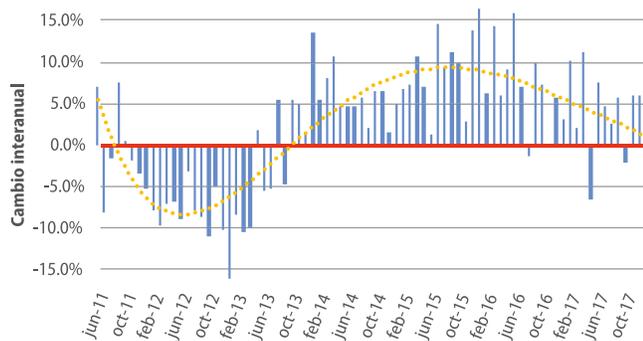
h. Demanda de sectores cíclicos

La demanda en sectores cíclicos se desaceleró, aunque no ha decrecido significativamente. Los permisos de nuevas viviendas tuvieron una desaceleración más pronunciada, aunque el sector inmobiliario se mantiene a flote.

- Crecimiento registro vehículos (diciembre 2017): -4.9% (3.0% diciembre 2016)
- Crecimiento permisos nueva vivienda (septiembre 2017): 4.3% (15.9% septiembre 2016)

Gráfica 9

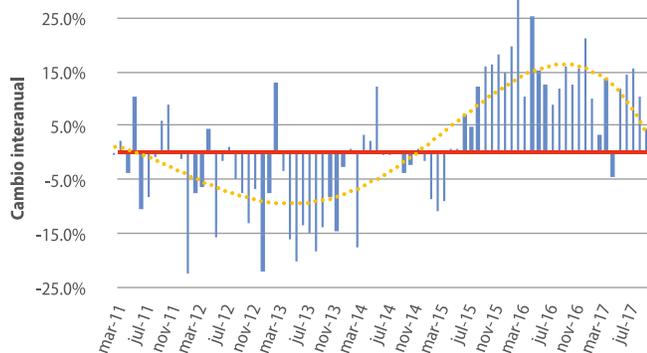
Registro nuevos vehículos



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

Gráfica 10

Permisos nueva vivienda



Fuente: Eurostat.

2. Empleo

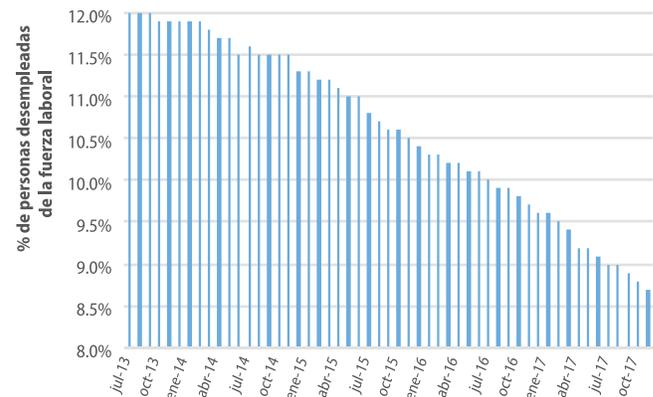
a. Desempleo

- Tasa de desempleo (noviembre 2017): 8.7% (9.7% noviembre 2016)

La tasa de desempleo en 2017 alcanzó niveles pre-crisis, pues cayó a su nivel más bajo en 9 años. La reducción del desempleo proviene del buen desempeño económico, y se esperan nuevas reducciones producto de las reformas de Francia que buscan dinamizar su mercado laboral.

Gráfica 11

Desempleo



Fuente: Eurostat.

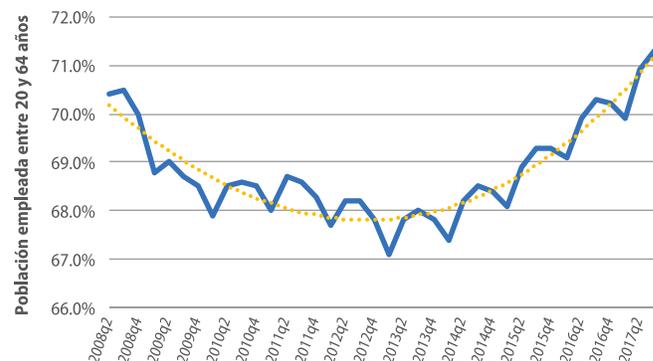
b. Tasa de empleo

La tendencia positiva de la tasa de empleo continúa al alza en toda la eurozona. Incluso en economías débiles como la griega, la tasa de empleo aumentó. Las reformas en Irlanda, España y Portugal han funcionado. El efecto de las reformas francesas aún está a la espera de materializarse.

- Tasa de empleo (3T 2017): 71.3% (70.3% 3T 2016)

Gráfica 12

Tasa de empleo (20 a 64 años)



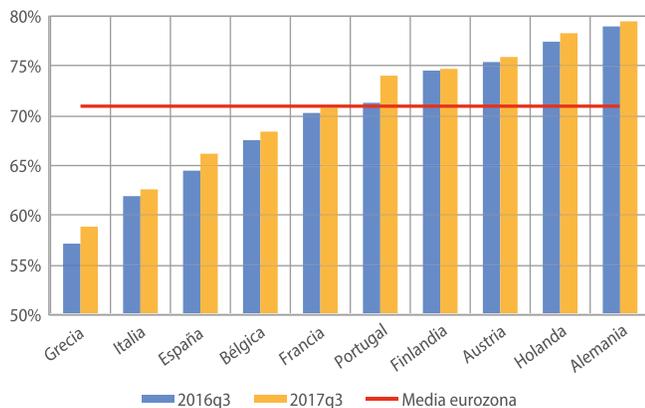
Fuente: Eurostat.

c. Tasa de empleo por países

Alemania lideró la reducción de desempleo por el mejor desempeño de lo esperado en producción industrial y exportaciones. El desempleo cayó incluso en economías débiles como Grecia e Italia. En Italia se llevarán a cabo elecciones presidenciales en 2018 y su recuperación económica dependerá en gran medida de si cristaliza el alza de partidos populistas o no.

Gráfica 13

Tasa de empleo por países



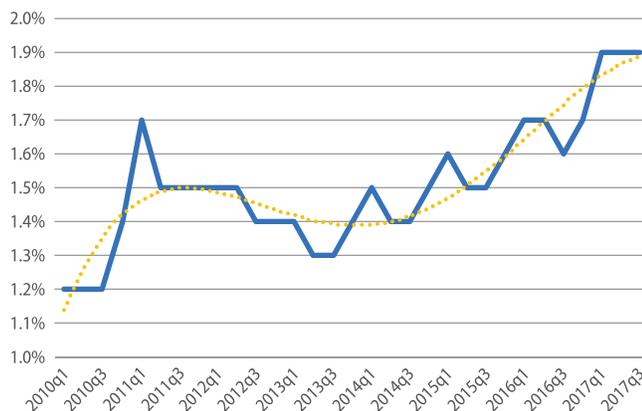
Fuente: Eurostat.

d. Tasa de empleo vacante

En construcción, industria y servicios aún hay espacio para más trabajadores, reflejando el desfase entre oferta y demanda laboral. Un problema siempre presente en la Eurozona es la falta de oferta laboral calificada. Además, es importante aclarar que un aumento significativo en la tasa de empleo vacante puede interpretarse como aumento en la demanda de trabajo de algunos sectores que, al encontrarse con ofertas inelásticas, terminan en aumento de costos y no en mayor producción.

Gráfica 14

Tasa de empleo vacante



Fuente: Eurostat.

3. Tendencias en actividad económica y empleo

El pasado 2017 fue un año de recuperación sostenible, un buen año en general. Con tasas de crecimiento pre-crisis producto del desempeño económico mejor de lo esperado, la economía en general experimentó una amplia mejora. Alemania sigue mostrando su papel de liderazgo en la economía de la eurozona, y su recuperación tuvo efectos directos en sus vecinos. Grecia, aunque lenta, avanza "a paso seguro" en su recuperación. El BCE es optimista con este país, y existen analistas que consideran que el país está preparado para abandonar el último paquete de rescate.

Aunque el crecimiento económico fue fuerte, la confianza de los CEOs se ve reflejada en los niveles históricos del PMI. Esto significa que los directivos aún ven potencial de crecimiento en la eurozona.

La disminución del desempleo es producto de la mejora en las condiciones económicas y de la flexibilización en el mercado laboral, esta última tan necesaria en países con graves problemas de desempleo (como fueron España, Portugal, Grecia e Irlanda). La última gran reforma en este aspecto fue impulsada por Emmanuel Macron, el presidente francés, que busca quitar el excesivo poder de los sindicatos y dar más facilidades al trabajador individual para negociar sus propios contratos.

Inflación y precios

1. Agregados monetarios

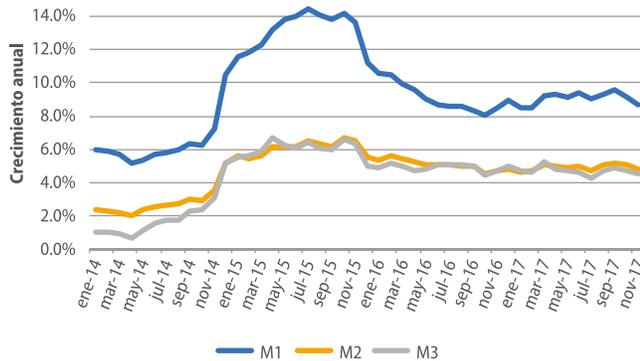
a. M1 M2 M3

El promedio de crecimiento de los agregados monetarios se ha mantenido casi igual en los últimos 2 años, y el programa de QE ha disminuido de igual manera. El último trimestre del 2017 disminuyó el crecimiento de los agregados. Cabe mencionar que el presidente del BCE, Mario Draghi, es partidario de utilizar el estímulo monetario para apoyar las presiones inflacionarias y conseguir su objetivo de inflación.

- Crecimiento anual M1 (noviembre 2017): 8.7% (8.5% noviembre 2016)
- Crecimiento anual M2 (noviembre 2017): 4.8% (4.7% noviembre 2016)
- Crecimiento anual M3 (noviembre 2017): 4.5% (4.7% noviembre 2016)

Gráfica 15

Crecimiento agregados monetarios



Fuente: BCE.

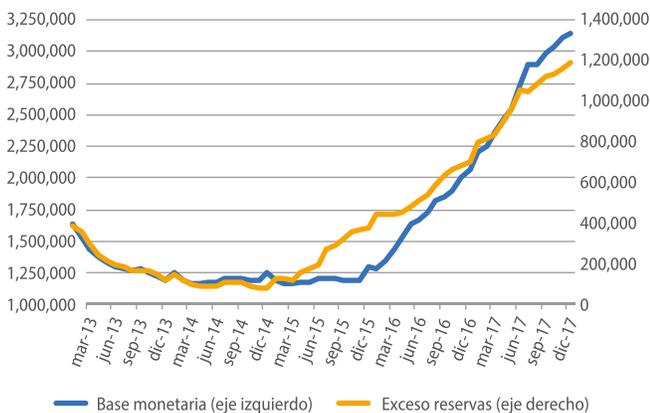
b. Base monetaria y exceso de reservas

Tanto la base monetaria como el exceso de reservas siguen en aumento, aunque ambas se ralentizaron en diciembre de 2017. El exceso de reservas sigue siendo una carga costosa para los bancos que no logran colocar crédito a la velocidad que el QE requeriría.

- Crecimiento anual base monetaria (diciembre 2017): 56.2% (60% diciembre 2016)
- Crecimiento anual exceso de reservas (diciembre 2017): 68% (85.5% diciembre 2016)

Gráfica 16

Base monetaria y exceso de reservas



Fuente: BCE.

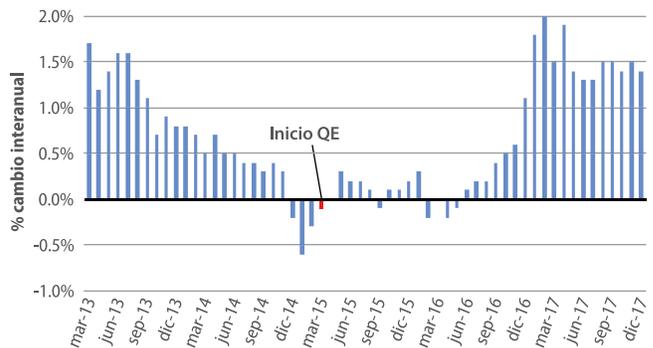
2. Índice de precios al consumidor

Este es uno de los temas más importantes para el Banco Central Europeo. En el 2017, tan sólo en febrero la inflación general rebasó el objetivo del 2% del BCE, por alzas en precios de energía. Pero no todo está perdido, pues hay signos de que el repunte en la inflación buscado por el BCE podría materializarse en el mediano plazo. Hay presiones inflacionistas en cadenas de suministros, apoyado por la expansión económica y la reducción en el desempleo. Pero para que el BCE inicie el *tapering* espera "signos convincentes de una tendencia inflacionista alcista sostenida" por lo que un repunte esporádico no es suficiente. Mario Draghi además mencionó en la última reunión del BCE en 2017 que un amplio grado de estímulo monetario es necesario para que las presiones inflacionarias subyacentes continúen creciendo. Estas tendencias inflacionarias se pueden entender mejor en la inflación subyacente, que deja fuera la volatilidad de energía, alimentos, alcohol y tabaco. Su tendencia es estable, pero levemente al alza.

- IPC general (diciembre 2017): 1.4% (1.1% diciembre 2016)

Gráfica 17

Inflación general

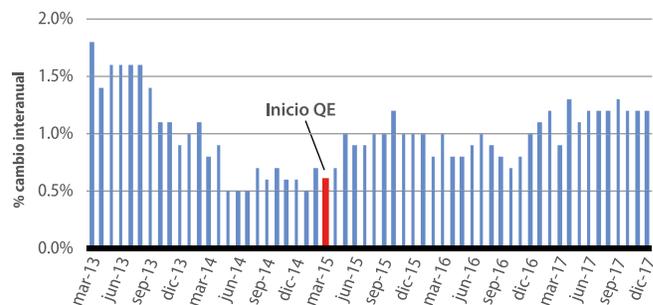


Fuente: BCE.

- IPC excluyendo energía (diciembre 2017): 1.2% (1% diciembre 2016)

Gráfica 18

Inflación subyacente



Fuente: BCE.

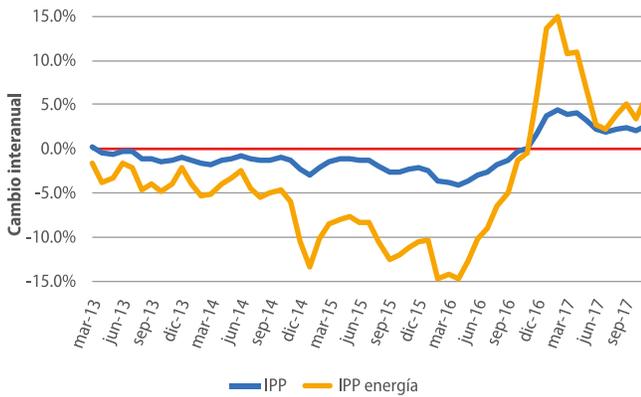
3. Índice de precios de producción

Los precios de producción volvieron a la tendencia inflacionaria en 2017, y se espera mantenga esa tendencia en 2018 por las presiones inflacionarias en cadenas de suministros. La volatilidad en el precio de los combustibles influyó en el fuerte aumento del IPP a inicios de año, pero se estabilizó a finales de año.

- Índice precios de producción (noviembre 2017): 2.52% (0.10% noviembre 2016)
- Índice precios de producción energía (noviembre 2017): 5.8% (-0.41% noviembre 2016)

Gráfica 19

Índice de precios de producción (IPP)



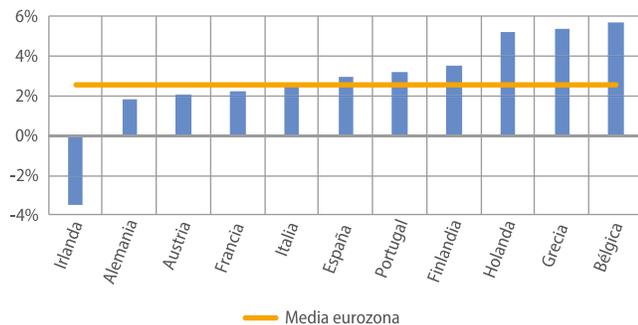
Fuente: Eurostat.

a. Índice producción por país

En Irlanda los precios al productor siguen en tendencia deflacionaria, aunque la inversión en construcción aumentó más del 7%, muestra de su buena productividad. Para Grecia y Bélgica, el aumento en precios de producción sin el consiguiente crecimiento económico genera sobrecostes en la estructura productiva, viendo reducida su productividad y dificultando aún más el crecimiento económico.

Gráfica 20

Índice precios de producción por país



Fuente: Eurostat. Datos relativos a noviembre de 2017.

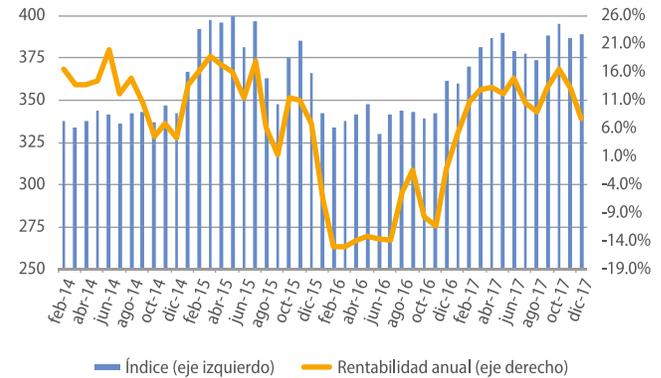
4. Índice de precios bursátiles

El mercado bursátil presentó números positivos de rentabilidad anual en 2017, dejando atrás el mal año que representó 2016. El mercado está "alcista", mostrando confianza en que la recuperación se mantendrá en el tiempo y no es esporádica.

- Rentabilidad anual (enero 17 – diciembre 17): 7.7% (-1.2% enero 16 – diciembre 16)

Gráfica 21

EuroStoxx 600



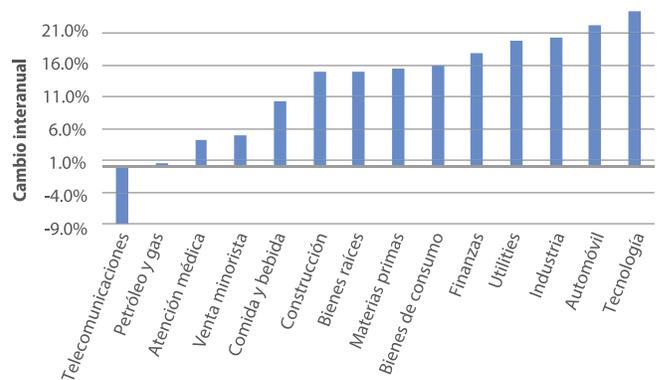
Fuente: Investing.com

a. Índice bursátil desagregado

El año pasado finalizó con los sectores de manufactura, tecnología y servicios al alza, aunque en general todos los sectores tuvieron un desempeño positivo a lo largo del año.

Gráfica 22

Índices bursátiles sectoriales



Fuente: Stoxx.com. Datos relativos al 23 de enero de 2018.

5. Tendencias en la evolución de precios

Aún se ve lejano el objetivo de inflación del 2% del BCE. Como no parece que se alcanzará en 2018, y de seguir la inflación su tendencia actual, el BCE posiblemente repensará y replanteará su política de reducción del QE hasta alcanzar su meta inflacionaria. Las acciones llevadas a cabo por el Banco Central en aras de conseguir la tan ansiada inflación han dejado escasos resultados, más que excesos de reservas y costes adicionales para la banca.

La buena noticia es que la inflación se mantiene estable y positiva, principalmente la subyacente, pues a pesar del ruido creado a inicios de 2017 por el precio de la energía, la tendencia inflacionaria es constante. El crecimiento económico, sumado a la capacidad actual de la economía, podría generar más presiones inflacionarias que ayuden al BCE en su objetivo, aunque se ve lejana aún la opción de aumentos en las tasas de interés de referencia.

Por el lado de los precios al productor se ve un repunte más importante, principalmente en cadenas de suministros, aunque la apreciación del euro podría generar confusiones en las estructuras de costos. Los precios bursátiles, por su parte, han tenido un año exitoso.

Crédito

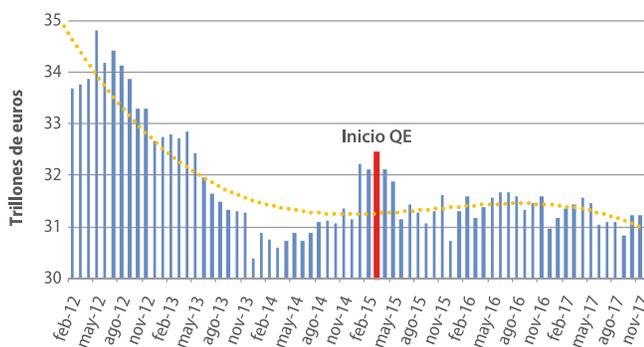
1. Crédito total extendido por sistema financiero

El crédito extendido por el sistema financiero mostró escaso dinamismo en 2017. El QE no logró aumentar el crédito, lo cual también se ve en el exceso de reservas de los bancos. Las nuevas regulaciones, que castigan con mayores tasas de reservas a los préstamos considerados "non-performing" han castigado a las pequeñas empresas, que no pueden acceder a créditos en el mercado financiero.

- Crecimiento anual crédito (noviembre 2017): -1.12% (-0.10% noviembre 2016)

Gráfica 23

Total activos sector bancario



Fuente: BCE.

2. Crédito a empresas

a. Crédito total a empresas

El crédito a empresas tuvo un crecimiento casi nulo en 2017, con números negativos en el tercer trimestre. La oportunidad se presenta en créditos a PYMEs, pero los bancos no pueden atender este sector por las políticas impuestas por los entes reguladores bancarios, que consideran estos negocios riesgosos y exigen un nivel mayor de contingencia. Entre mayor sea este nivel, mayor el costo de mantener ese cliente en la cartera.

Gráfica 24

Crédito a empresas



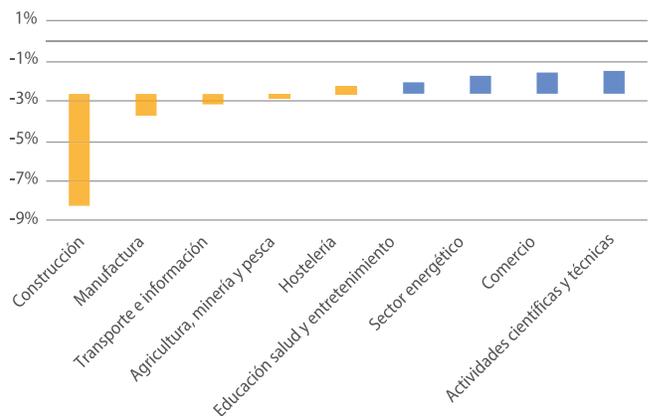
Fuente: BCE.

b. Crédito a empresas por sector

En general, el crédito a los diferentes sectores creció levemente. Los sectores que no crecieron fueron construcción, manufactura y transporte e información. Para los primeros dos este fue el segundo año en decrecimiento del crédito.

Gráfica 25

Crédito bancario a empresas por sector



Fuente: BCE. Datos del tercer trimestre de 2017.

3. Crédito a familias

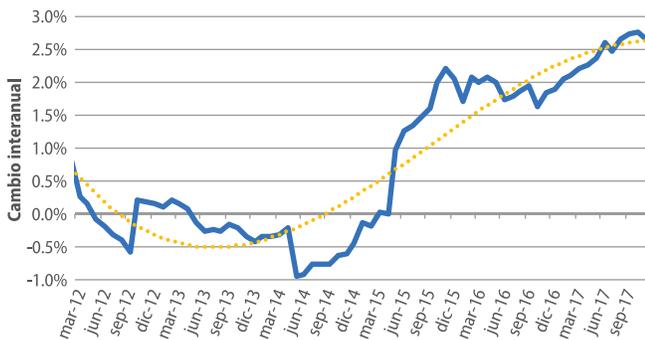
a. Crédito total a familias

Donde sí se ve un aumento interesante es en el crédito a familias, que en 2017 presentó tasas de crecimiento no vistas en toda la crisis de la Eurozona. El endeudamiento de familias es una señal de recuperación, pues confían en que sus condiciones económicas se mantendrán y podrán hacer frente de sus obligaciones crediticias. Además, en el 2017 se vio una disminución de la razón deuda sobre ingresos de familias, que en conjunto con un aumento de ingreso bruto disponible motivó a las personas a apalancarse financieramente, con vistas a un buen desempeño económico.

- Crecimiento crédito a familias (noviembre 2017): 2.66% (1.90% diciembre 2016)

Gráfica 26

Crédito a familias



Fuente: BCE.

b. Desagregación crédito a familias

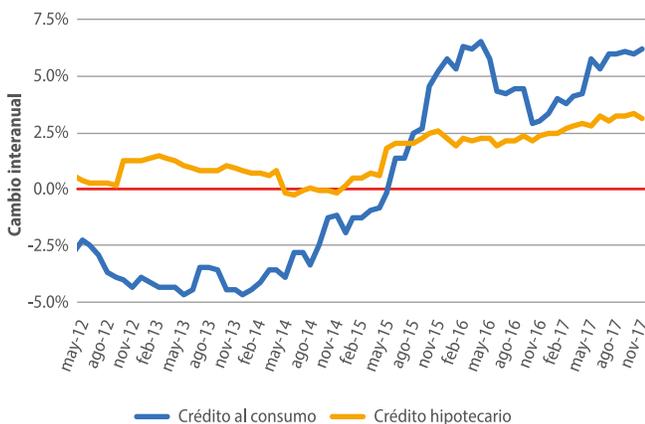
Desagregando la data del crédito a familias, puede verse el alza del crédito al consumo en el 2017. A pesar de la desaceleración en el crecimiento de finales de 2016, en 2017 se vio un repunte motivado por el buen desempeño económico en la eurozona.

En el crédito hipotecario también se ve crecimiento, mucho más estable que el de consumo. Es importante recordar que los créditos hipotecarios son más importantes que los de consumo en términos de análisis de estabilidad económica de las familias, pues son obligaciones contractuales de largo plazo.

- Crecimiento crédito al consumo (noviembre 2017): 6.2% (2.99% noviembre 2016)
- Crecimiento crédito hipotecario (noviembre 2017): 3.15% (2.38% noviembre 2016)

Gráfica 27

Crédito a familias desagregado



Fuente: BCE.

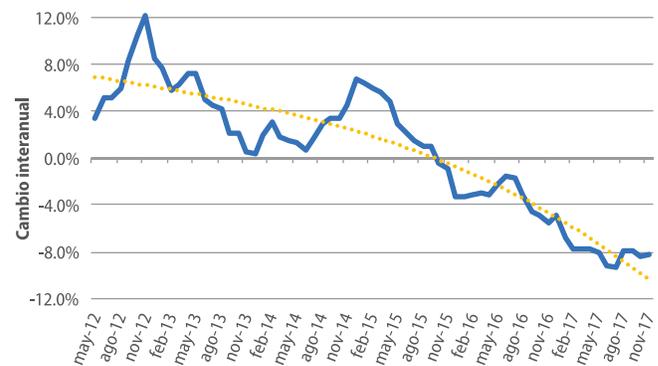
4. Crédito al sector público

Una buena noticia para la economía europea es el efecto “expulsión inverso” provocado por la liberación de recursos crediticios, para uso privado, de la disminución del crédito al gobierno. A noviembre de 2017 se cumplieron 26 meses continuos de disminución de crédito al gobierno, pues las tasas negativas alejan a inversores y bancos de este tipo de activos. Además, es una muestra del efecto de las reformas fiscales impulsadas por la Unión Europea en aras de evitar otra crisis de crédito soberano.

- Crecimiento crédito al gobierno (noviembre 2017): -8.21% (-5.6% noviembre 2016)

Gráfica 28

Crédito al gobierno



Fuente: BCE.

5. Tendencias en la extensión de crédito

El crédito en la eurozona no crece de la manera que le gustaría al BCE, pero esto no inhabilita el crecimiento económico. Las familias han tenido, por mucho, el mejor desempeño y su necesidad de financiamiento es un buen indicativo de confianza en que el desempeño económico seguirá, al menos en el corto y mediano plazo. La consolidación fiscal ha tenido el efecto deseado en la eurozona, y los gobiernos siguen liberando recursos crediticios para uso del sector privado.

Donde existe oportunidad de mejora es en el crédito a empresas, que continúa demasiado bajo, a pesar de las bajas tasas de interés. Existe oportunidad de aumento del crédito a empresas en PYMEs, pero la actual regulación no da incentivos a los bancos europeos de dar crédito a estos agentes. Por otra parte, las empresas que están generando suficientes flujos de caja no ven atractiva la financiación por medio de deuda. Este es un factor por observar de cerca en 2018: si la confianza en el desempeño de la economía motiva (o no) al apalancamiento financiero de las grandes empresas.

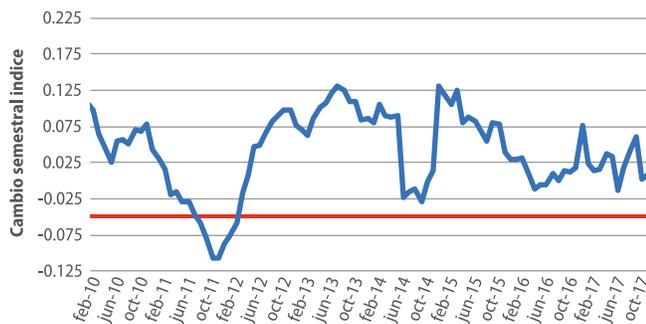
Composición cualitativa del crédito

1. Liquidity Gap sector financiero

El riesgo de una crisis financiera en el corto plazo es pequeño. Los intermediarios financieros no pierden ni ganan liquidez de manera abrupta en el 2017, pues los patrones crediticios se mantienen estables, de la mano de crecimiento con poco apalancamiento.

Gráfica 29

Cambio Liquidity Gap



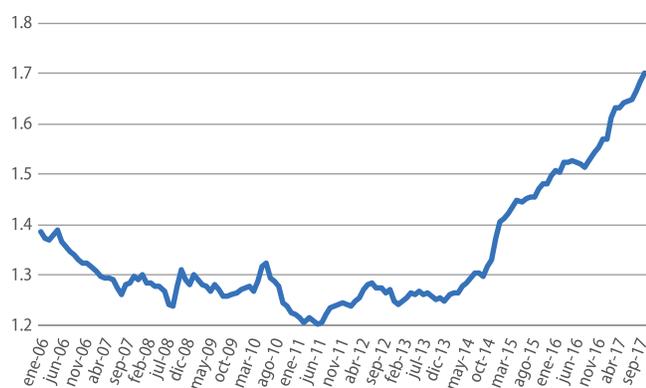
Fuente: UFM Market Trends. BCE.

a. Desagregación Liquidity Gap

La razón de pasivos a corto plazo / pasivos a largo plazo continúa al alza, lo que conlleva pérdida de liquidez en el sector financiero. Los pasivos a corto plazo aumentan en tal proporción por el QE, que deja a la banca con exceso de reservas.

Gráfica 30

Pasivos a corto plazo/pasivos a largo plazo sistema bancario

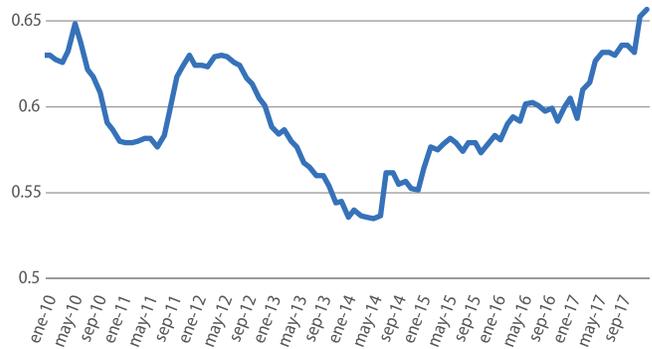


Fuente: UFM Market Trends. BCE.

Del lado de los activos la tendencia es a ganar liquidez porque la banca no utiliza los fondos de QE para generar créditos a más largo plazo.

Gráfica 31

Activos a corto plazo/activos a largo plazo



Fuente: UFM Market Trends. BCE.

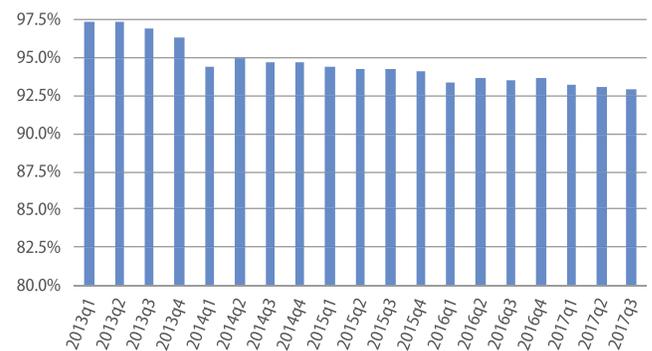
2. Posición financiera familias

La razón de deuda sobre ingreso de familias sigue reduciéndose, aunque a paso lento. A pesar de que el crédito a familias aumenta, la razón disminuye, debido a que el aumento en los ingresos familiares es mayor al aumento en el endeudamiento. La liquidez que esto implica es lo que ha generado un aumento en la demanda que dinamiza el resto de la economía.

- Deuda sobre ingresos familias (3T 2017): 92.9% (93.5% 3T 2016)

Gráfica 32

Deuda sobre ingresos familias

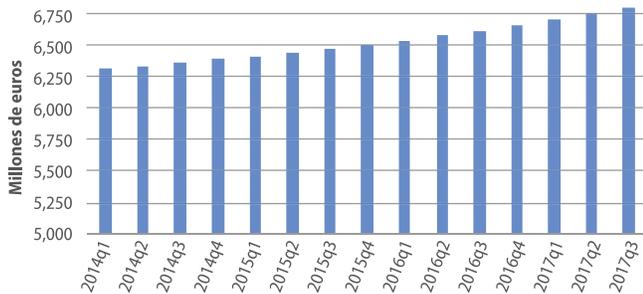


Fuente: BCE.

Las familias se vuelven a recuperar financieramente. Sus ingresos brutos aumentan, lo que les permite tener mayor liquidez y apalancarse, impulsando la demanda y generando oportunidades de negocios.

Gráfica 33

Ingreso bruto disponible familias (anual)



Fuente: BCE.

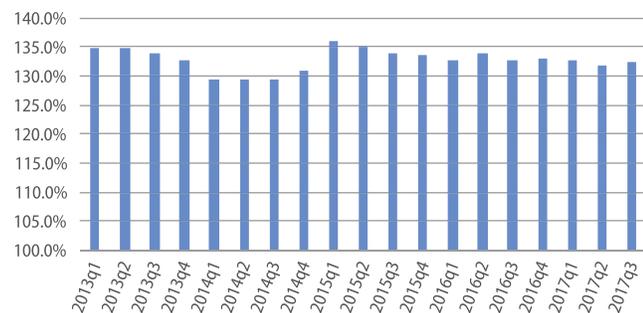
3. Posición financiera empresas no financieras

La razón de deuda sobre PIB en empresas sigue manteniéndose estable.

- Deuda sobre PIB empresas (3T 2017): 132.5% (132.6% 3T 2016)

Gráfica 34

Deuda sobre PIB empresas

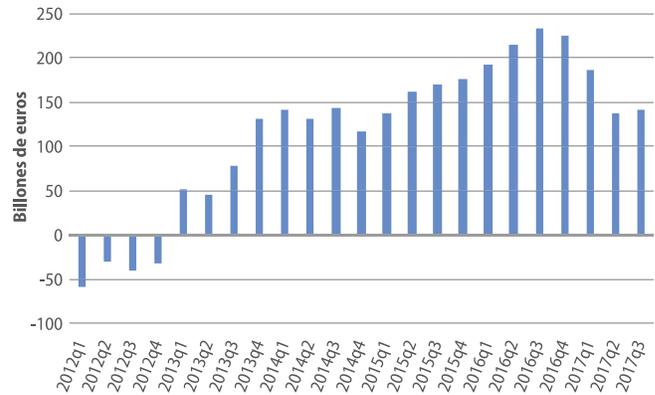


Fuente: BCE.

La capacidad de financiamiento de empresas disminuyó de manera considerable en 2017. Dado que el crédito de empresas no aumentó considerablemente, se deduce que las empresas utilizan sus flujos de caja internos para autofinanciarse y no recurrir al apalancamiento. El buen desempeño en manufactura, servicios y exportación es sostenible en base a capital propio, lo que repercute en un crecimiento sano.

Gráfica 35

Capacidad (+) necesidad (-) de financiamiento empresas



Fuente: BCE.

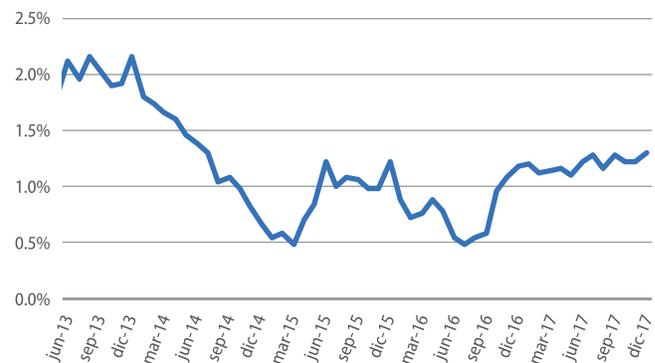
4. Descalce de plazos y riesgos

a. Spread curva rendimientos

El diferencial entre el bono a 3 meses y el bono a 10 años se mantuvo estable en 2017, fuera de zonas de alerta. Esto indica que no se espera una crisis financiera en el corto plazo en la eurozona.

Gráfica 36

Spread curva rendimientos



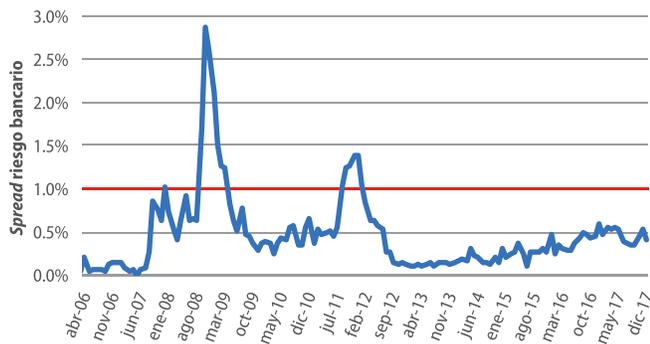
Fuente: BCE.

b. TED Spread

El diferencial entre el bono "libre de riesgo" y el coste de financiación del sector bancario es pequeño y se mantuvo estable durante 2017, siendo señal de que se está lejos de una zona de riesgo de crisis financiera. Esto es un reflejo de la política conservadora de los bancos después de la crisis financiera y de la introducción de nuevas regulaciones.

Gráfica 37

TED Spread



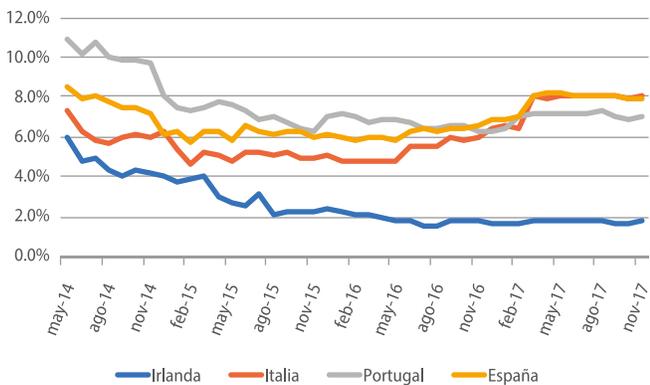
Fuente: Elaboración propia a partir de datos obtenidos en St, Louis FED; Investing.com. El *spread* es entre la tasa LIBOR en euros a 3 meses y el rendimiento del bono alemán a 3 meses.

5. Financiamiento BCE a sectores financieros problemáticos

Irlanda es el país que más cerca está de pagar el financiamiento recibido del BCE, tras la fuerte restructuración de su gobierno. Italia, Portugal y España, luego del contagio de problemas financieros por parte de la banca italiana, necesitaron más financiamiento a inicios del 2017, pero mantuvieron estables sus niveles a finales del año.

Gráfica 38

Financiamiento BCE a sistemas financieros en problemas



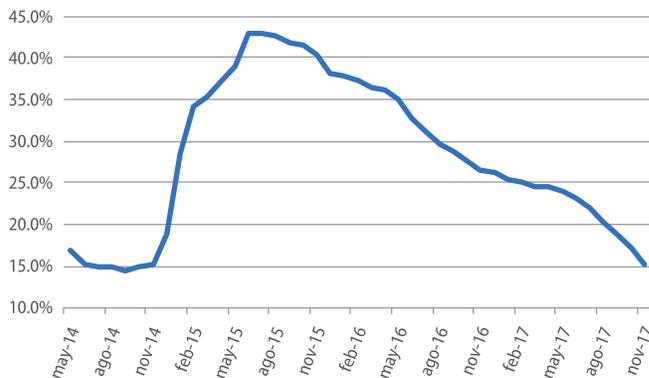
Fuente: BCE.

Grecia quiere dejar de depender del financiamiento externo. Por eso, las reformas políticas que consiguieron superávits primarios han permitido la reducción del financiamiento del BCE al sistema financiero griego, y existe la posibilidad de

que en 2018 Grecia salga del régimen del último programa de rescate. La mejora en su economía le permitió volver a los mercados internacionales de deuda en 2017 para dejar de depender únicamente del BCE. Aunque es importante mencionar que Grecia sigue ocupando el segundo lugar del mundo en el ratio de deuda pública/PIB (sólo por detrás de Japón).

Gráfica 39

Financiamiento BCE a sistema financiero griego



Fuente: BCE.

6. Tendencias en la composición cualitativa del crédito

Los indicadores de calidad del crédito indican poca probabilidad de crisis en el corto y mediano plazo. La banca no gana liquidez, mientras que las familias sí están ganando liquidez y las empresas la utilizan para proyectos productivos. Al no existir apalancamientos, una crisis de deuda es muy improbable. Además, tanto el *spread* de curva de rendimientos, como el *spread* de riesgo bancario están alejados de zona de peligro.

El financiamiento del BCE a Italia, España y Portugal aumentó a inicios de año producto de problemas en la banca italiana que contagiaron a los otros dos países. Irlanda por su parte reduce gradualmente su financiamiento. Grecia es el caso más interesante, pues se considera plausible que salga del programa de rescate en 2018. Con las reformas que produjeron superávits primarios se ha conseguido la liquidez necesaria para dejar de depender del BCE, además que la salida a mercados de deuda ha ayudado a conseguir financiamiento de otras fuentes. Aunque su deuda no cuenta aún con grado de inversión, las calificadoras se han mostrado optimistas con la deuda soberana griega y S&P la mejoró de B- a B en enero de 2018. Las mejoras económicas en la economía griega han sido un soporte importante, pero no hay que olvidar que el país sigue extremadamente apalancado y que los gobiernos deben mantener ese compromiso de superávit primario para mantener lejana la posibilidad de otra crisis griega.

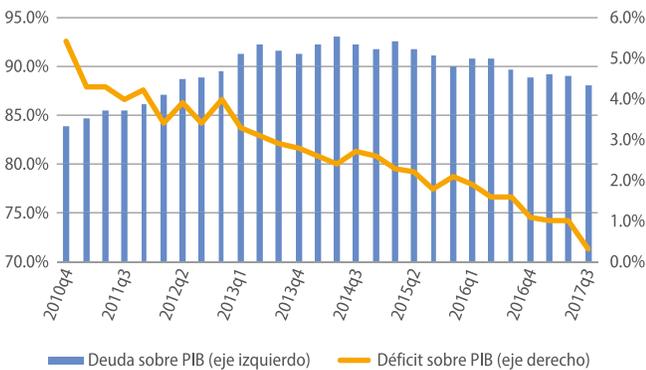
Fiscalidad

1. Déficit y deuda sobre PIB

La brecha fiscal prácticamente se ha cerrado (en el tercer trimestre de 2017 el déficit llegó a 0.3%). Las políticas de austeridad promulgadas por las autoridades de la Unión Europea, principalmente a los países que desencadenaron la crisis europea, han dado frutos y aunque la deuda continúa relativamente alta con respecto al PIB, los superávits primarios deberían ayudar a subsanarla.

Gráfica 40

Deuda y déficit fiscal



Fuente: Eurostat.

Balanza de pagos

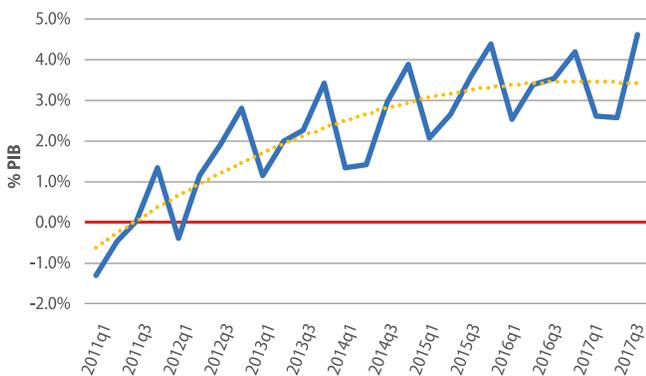
1. Balanza por cuenta corriente

La balanza por cuenta corriente muestra un superávit cada vez más alto, señal de la fortaleza de las exportaciones europeas, principalmente las alemanas. Es interesante la fortaleza de esas exportaciones a pesar de la apreciación del euro, lo que muestra que la demanda internacional, principalmente en bienes de manufactura, se mantiene fuerte. Por otra parte, la apreciación abarata las importaciones.

- Superávit cuenta corriente/PIB (3T 2017): 4.62% (3.39% 3T 2016)

Gráfica 41

Balanza por cuenta corriente



Fuente: Eurostat.

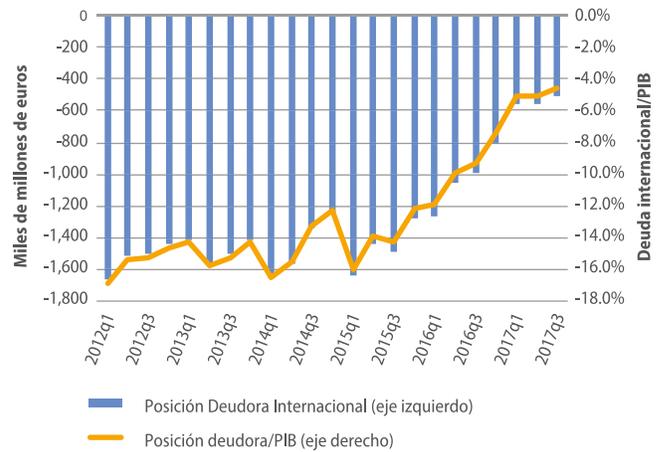
2. Posición financiera internacional

La posición deudora internacional continúa disminuyendo como resultado del desapalancamiento de la economía europea, alcanzando mínimos no vistos en 20 años. Los flujos de capital vuelven a la Eurozona, en parte por inversionistas que quieren aprovechar el mercado alcista.

- Posición deudora/PIB (3T 2017): -4.6% (-9.3% 3T 2016)

Gráfica 42

Posición financiera internacional



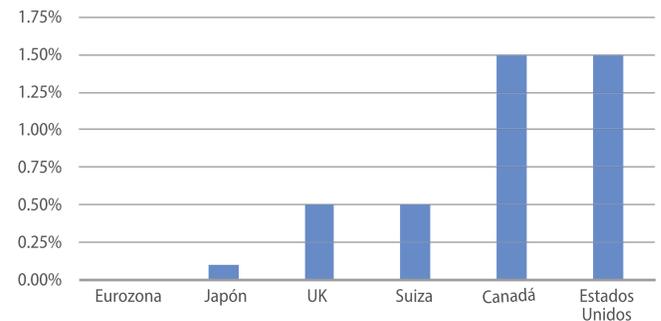
Fuente: ECB, Eurostat.

3. Diferencial de tipos de interés

Canadá, Estados Unidos y el Reino Unido subieron sus tasas de interés en 25 puntos base. La FED tenía contemplada ya esa posibilidad desde hace meses, dada la recuperación económica estadounidense. El BCE por su parte, no planea hacerlo en el corto plazo por la baja inflación de la eurozona.

Gráfica 43

Tipos de interés de referencia



Fuente: Financial Times, BCE, Fed.

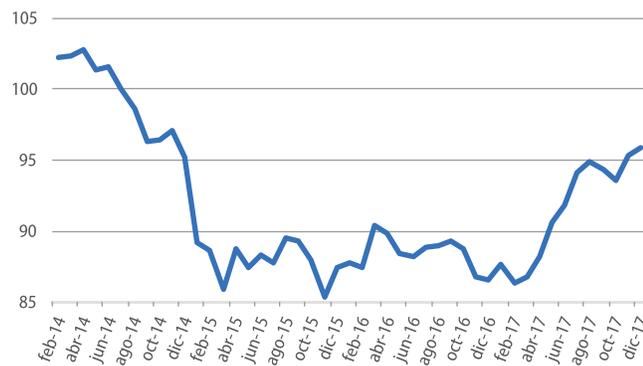
4. Tipo de cambio

- Tipo de cambio euro interanual (diciembre 16 – diciembre 17): 10.8% (-0.9% diciembre 15 – diciembre 16)

La apreciación del euro ha tenido muchos motivos. El superávit comercial es el primero de ellos, la derrota de partidos populistas anti-euro es otra, y la expectativa del cambio en su programa de compra de activos y el efecto que provoca en la actitud de los traders. Una apreciación muy fuerte podría provocar problemas en el crecimiento de la eurozona, afectando sus exportaciones, pero a pesar del alza del euro las exportaciones han crecido.

Gráfica 44

Euro Index



Fuente: investing.com

5. Tendencias balanza de pagos

La balanza por cuenta corriente rebasó el 4% en el tercer trimestre del 2017. Esto permite una reducción en la posición deudora internacional, desapalanca la eurozona y consigue aislarla parcialmente de problemas financieros extranjeros. La balanza comercial también ha afectado el valor del euro, apreciándolo. Con respecto a esto último, el euro sigue apreciándose, a pesar del diferencial de tasas de interés que beneficia al dólar.

Las exportaciones de bienes de manufactura han crecido a pesar de la apreciación, muestra de la fuerte demanda internacional por la manufactura europea. Aunque en la teoría una apreciación muy fuerte podría causar desequilibrios en la economía de la eurozona, no se han afectado en mayor grado las exportaciones. Esto representa otro reto para el BCE en su búsqueda de la inflación de 2%, pues los insumos importados se han abaratado producto de la depreciación relativa del dólar, lo que complica aún más el aumento del nivel de precios.

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.