



INFORME SEMESTRAL

EUROZONA

La economía de la eurozona se tambalea

JULIO - DICIEMBRE 2018

Autor: Jorge Eduardo García

trends.ufm.edu

S2 2018 EU

INDICADORES CICLO ECONÓMICO

EUROZONA

INDICADOR

INDICADOR

Posición liquidez sistema financiero	Ganó liquidez a inicios de año, pero vuelve a normalidad
Posición liquidez familias	Ingresos crecen más rápido que deuda
Posición liquidez empresas	Aumenta ahorro de empresas
Volumen de crédito	Estancado para familias, dinámico para empresas
Cantidad dinero	Reducción del crecimiento de agregados por normalización de política monetaria
Actividad económica	Crecimiento desacelerado por tensiones de comercio exterior
Demanda consumo cíclico	Leve crecimiento en vehículos, leve contracción en construcción

Empleo	Aumento sostenido empleo
Precios	Alcanzado objetivo de 2%, pero inflación subyacente débil
Tipos de interés	El resto de BC normalizan sus tasas, mientras BCE la mantiene sin cambios
Curva de tipos	Spread positivo, poca probabilidad de crisis financiera
Spread riesgo bancario	Lejos de zona de riesgo
Déficit público	Cerca del superávit primario
Situación general	Crecimiento amenazado por guerras comerciales, pero sostenido



Actividad económica y empleo

1. Actividad económica

a. PIB

- Crecimiento PIB anual 2T 2018: 2.17% (2.47% 2T 2017)

2018 está siendo un año preocupante para la eurozona, pues en los dos primeros trimestres del año se ha desacelerado la economía. Aumentan los temores de un auge en el nacionalismo que afecte el comercio internacional y con ello frene el crecimiento europeo en los siguientes años. Aun así, el crecimiento se ha mantenido superior al 2% interanual, pero el crecimiento trimestral ha sido el más bajo en los últimos 2 años.

Gráfica 1

Crecimiento PIB



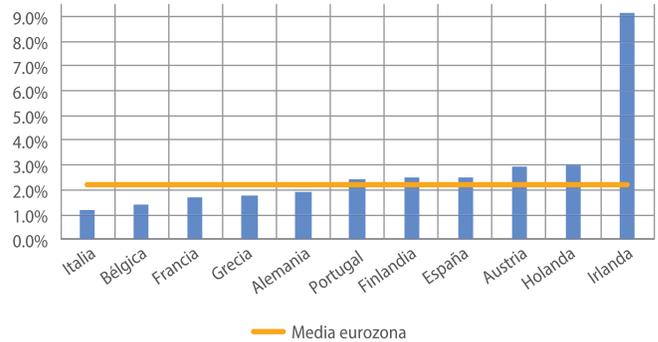
Fuente: Eurostat.

b. PIB por países

Como viene siendo costumbre, el país con el mayor crecimiento sigue siendo Irlanda, con un crecimiento interanual de 9.1%. Tanto la confianza de los consumidores (cerca de la más alta en 17 años) como la confianza de la industria se mantienen más altas que el resto de la eurozona, principalmente en construcción y servicios. Italia fue el país que menos creció en el segundo trimestre del 2018 con 1.2%. Aunque el sector de servicios e industria se expandió, agricultura se contrajo, además que la confianza de industriales y consumidores sigue a la baja por la inestabilidad política italiana. Alemania, la economía más fuerte de la zona, ha tenido problemas con su industria automotriz derivado de nuevas regulaciones de emisión en la Unión Europea y los antes mencionados conflictos de comercio internacional.

Gráfica 2

Crecimiento PIB por país (2T 2018)



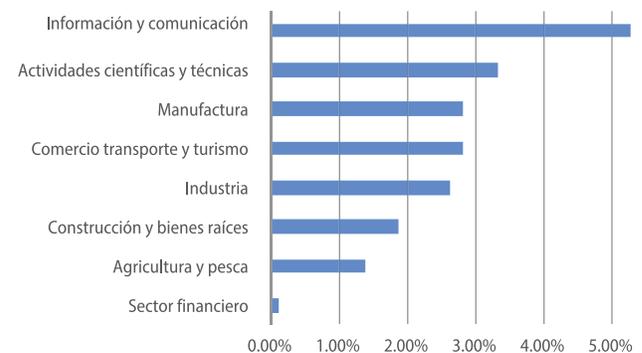
Fuente: Eurostat.

c. PIB por sectores

El sector financiero continúa siendo el más lento de todos los sectores en la eurozona (0.11% crecimiento interanual). Los rezagos de la crisis financiera y las regulaciones de los bancos centrales dejan poco campo de acción, además de la dificultad que tuvieron para colocar crédito en el mercado. El sector industrial ha visto rezagos en su crecimiento, al igual que el de manufactura. El sector de información y comunicación fue el de mayor crecimiento, tal y como lo ha sido en los últimos 2 años. Los demás sectores mantienen la tendencia que han tenido en el último año.

Gráfica 3

Crecimiento económico por sector



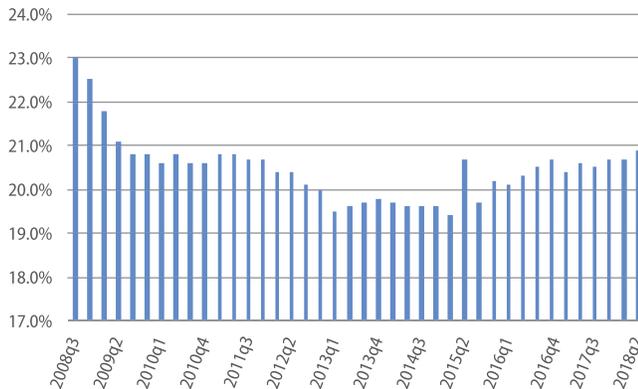
Fuente: Eurostat.

d. Formación bruta de capital fijo

La formación bruta de capital fijo, que sirve de indicio para conocer la capacidad futura de crecimiento y la confianza en el desempeño económico de largo plazo, continúa al alza en 2018, llegando a niveles de 2011 anteriores a la crisis de la eurozona. La tendencia de crecimiento es constante desde su punto más bajo en 2015.

Gráfica 4

Formación Bruta de Capital Fijo



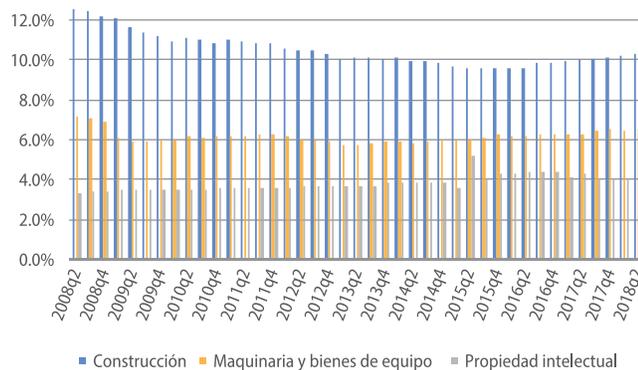
Fuente: Eurostat.

e. Formación bruta de capital fijo sectorial

La proporción de FBCF en construcción empieza a dar un cambio favorable de tendencia. Lentamente la porción de maquinaria también aumenta, mientras la porción de propiedad intelectual tiene una ligera disminución, pero siempre manteniendo un porcentaje mayor que los últimos 5 años.

Gráfica 5

Formación Bruta de Capital Fijo sectorial



Fuente: Eurostat.

Después de años en decrecimiento, la formación de capital en construcción consigue su sexto trimestre al alza. Pareciese haberse dado ya la corrección de la sobreinversión en construcción y que el mercado empieza a invertir en capital fijo como muestra de la recuperación de la confianza en este sector.

Gráfica 6

Formación Bruta de Capital Fijo en construcción como % del total



Fuente: Eurostat.

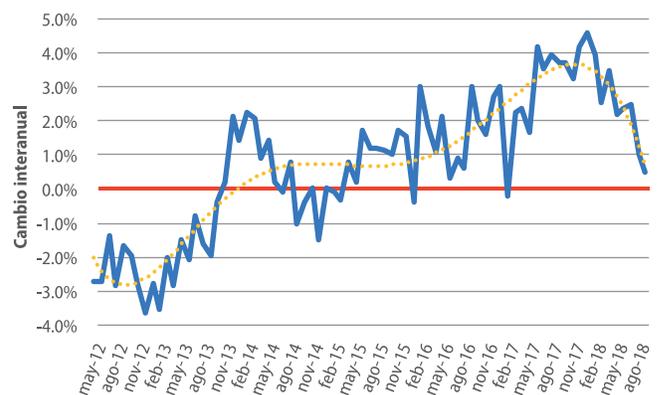
f. Índice de producción industrial

La segunda mitad del 2018 luce preocupante para la industria de la eurozona. El índice de producción industrial cayó en picado desde su punto más alto en diciembre de 2017, yendo en contra de las expectativas de crecimiento de inicios de año. Los 5 países más grandes de la eurozona experimentaron caídas en su producción, siendo Holanda el peor. La principal caída se dio en bienes de capital. Parece ser que factores como el clima o el creciente temor de problemas en el comercio internacional han empezado a afectar el optimismo de los industriales que se veía el año anterior.

- Crecimiento IPI anual (agosto 2018): 0.47% (3.71% agosto 2018)

Gráfica 7

Índice de producción industrial



Fuente: BCE.

g. Índice gestión de compras (PMI)

El PMI se encuentra a un nivel bajo, no visto en 2 años. Después de alcanzar su cúspide en enero de 2018, el resto del año ha caído. Las preocupaciones por tensiones en comercio internacional y mercados financieros a la baja han afectado el optimismo de crecimiento de las empresas, y algunas de

esas preocupaciones ya se han materializado con la caída de los órdenes de exportación por primera vez desde 2014. En Alemania y Francia el crecimiento de órdenes de compra se estancó, mientras que en Italia se contrajo.

- PMI compuesto (octubre 2018): 54.1 (55.9 octubre 2017)

Gráfica 8

PMI compuesto eurozona



Fuente: investing.com

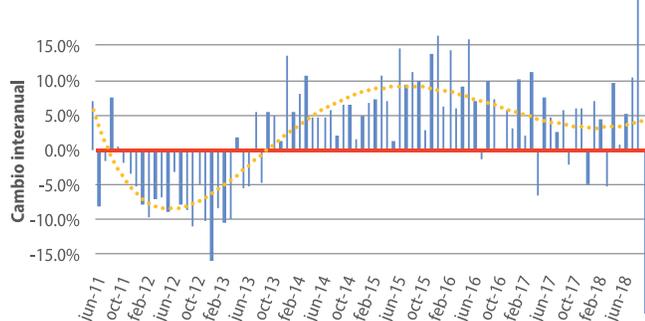
h. Demanda de sectores cíclicos

El aumento de demanda de nuevos vehículos en la eurozona experimentó un crecimiento promedio hasta julio de 4.6%. Aunque agosto es normalmente un mes bajo de ventas, se dio un crecimiento atípico por la introducción de un nuevo test a los nuevos automóviles que motivó a la industria automotriz a ofrecer grandes ofertas para liquidar vehículos antes de la entrada en vigor de esta nueva regulación. En septiembre la caída fue por el mismo motivo, pues ese crecimiento excepcional no se mantendría.

- Crecimiento registro vehículos (septiembre 2018): -23.5% (-2% septiembre 2017)
- Crecimiento permisos nueva vivienda (junio 2018): -4.1% (15.3% junio 2017)

Gráfica 9

Registro nuevos vehículos

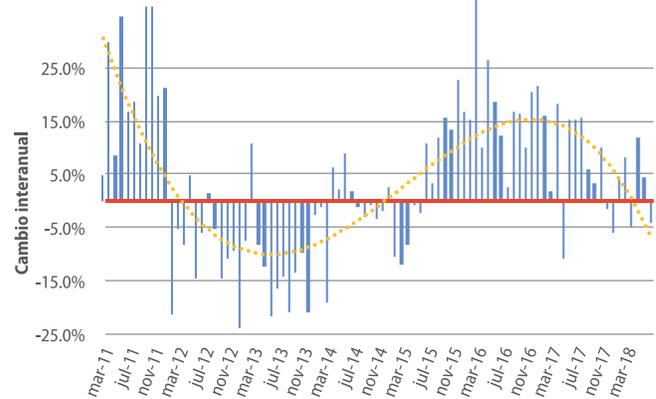


Fuente: European Automobile Manufacturers Association.

Una caída en la cantidad de permisos para nuevas viviendas puede ser una alerta temprana de problemas en el sector inmobiliario. En el año pasado las nuevas viviendas tuvieron un crecimiento importante, pero esa tendencia no se mantuvo en 2018. Si la porción de capital fijo en construcción se mantiene al alza, pero no hay demanda por nuevas viviendas, podría verse una nueva sobreinversión en el sector.

Gráfica 10

Permisos nueva vivienda



Fuente: Eurostat.

2. Empleo

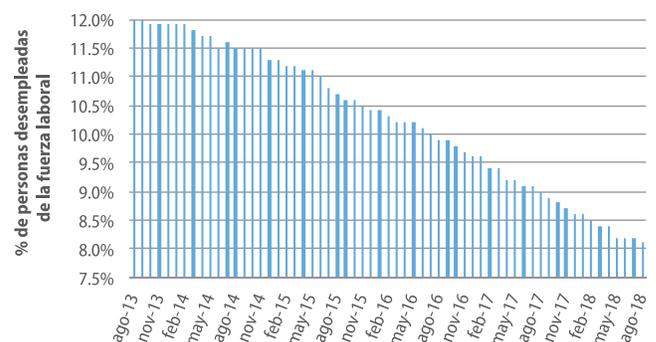
a. Desempleo

- Tasa de desempleo (agosto 2018): 8.1% (9% agosto 2017)

El paro en la eurozona prácticamente dejó de ser un problema mayor. Esta es la tasa más baja de desempleo desde noviembre de 2008, casi 10 años atrás. La tasa de disminución del desempleo se ha mantenido estable en los últimos 5 años, con 35 mil nuevos empleos en agosto de 2018.

Gráfica 11

Desempleo



Fuente: Eurostat.

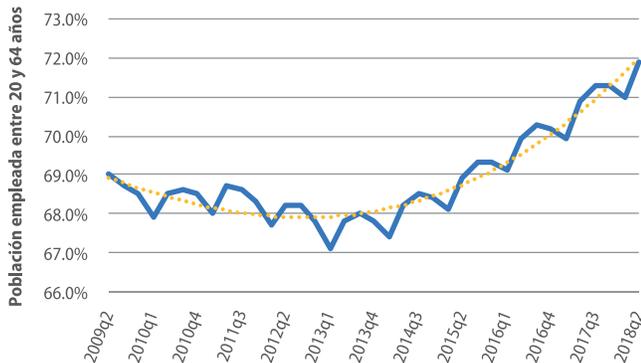
b. Tasa de empleo

- Tasa de empleo (2T 2018): 71.9% (70.9% 2T 2017)

Tomando en cuenta sus estacionalidades, la tasa de empleo también ha mantenido su tendencia de crecimiento desde 2015. El crecimiento ha dado paso a la creación de empleos.

Gráfica 12

Tasa de empleo (20 a 64 años)



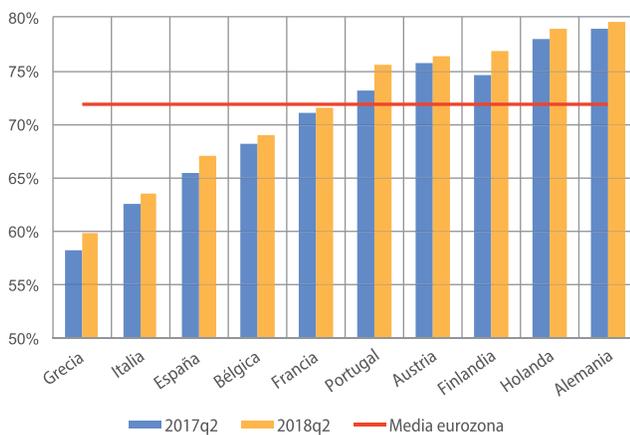
Fuente: Eurostat.

c. Tasa de empleo por países

Alemania continúa liderando en la eurozona en términos de empleo. Grecia poco a poco empieza a retomar camino con un aumento sostenido, aunque se encuentra aún lejos del promedio del resto del continente. Finlandia también tuvo un aumento importante el segundo trimestre del 2018.

Gráfica 13

Tasa de empleo por países



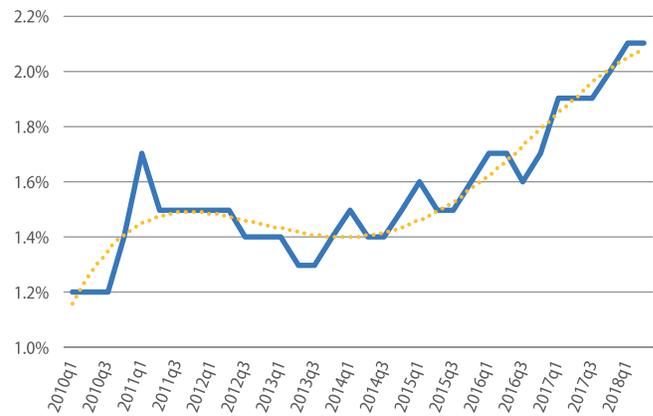
Fuente: Eurostat.

d. Tasa de empleo vacante

La tasa de empleo vacante sigue al alza, con la mayor parte de este empleo en el área de servicios.

Gráfica 14

Tasa de empleo vacante



Fuente: Eurostat.

3. Tendencias en actividad económica y empleo

La segunda mitad del 2018 presenta un panorama complejo. Por una parte, el crecimiento continúa siendo positivo, aunque no a las tasas que se esperaban con optimismo el año anterior. Este cambio en el panorama no se debe a problemas estructurales de la economía europea, pues los fundamentales se mantienen sólidos, sino que responde a temas geopolíticos y de comercio. Los temores bien fundados de problemas en el comercio internacional por el auge del nacionalismo han golpeado las expectativas de crecimiento de la industria exportadora de la eurozona. Es importante recordar que el año pasado el comercio internacional fue un gran impulsor del rápido crecimiento económico (principalmente por la industria alemana), pero como el mismo presidente del BCE indicó, no creen que se dé el mismo impulso este año. La política ha generado inestabilidad en la economía italiana, y las elecciones de siguientes años en países clave como Alemania pueden generar un clima de incertidumbre que termine de afectar ese crecimiento.

Aunque la recuperación de la eurozona de la última crisis ya se ha materializado, no se descarta el riesgo de una desaceleración más prolongada en siguientes años proveniente de tensiones geopolíticas en las principales economías desarrolladas, así como el riesgo de más partidos nacionalistas en Europa buscando salirse de la Unión Europea. Aunque el acuerdo alcanzado en julio por Trump y Jean-Claude Juncker, el presidente de la Comisión Europea, pareció aliviar el pesimismo de las compañías europeas. Para evitar mayores contracciones la demanda interna debe aumentar.

Las expectativas de la industria han sido el primer indicador de alerta de estos riesgos, pues tanto la producción como

la expectativa de producción (en órdenes de compra) han caído. Mientras tanto, el empleo se ha mantenido a la baja de manera constante. Y de llegarse a materializar estos riesgos políticos, podría verse un cambio en la composición del empleo favoreciendo industrias locales y castigando las de exportación, perjudicando el nivel de vida de los europeos. Pero hay confianza en que el consumo y la inversión local continúen con un buen desempeño por el nivel de desempleo históricamente bajo (no visto en 10 años) y por el aumento en el nivel de salarios.

Inflación y precios

1. Agregados monetarios

a. M1 M2 M3

Los agregados monetarios continúan en una disminución del crecimiento desde sus máximos en el inicio del QE. La normalización del crecimiento en los agregados monetarios continúa dado que se considera que ya se ha alcanzado la inflación objetivo por parte del BCE. Los últimos temores de desaceleración en la economía están levantando alarmas entre algunos tecnócratas del banco central en lo que a la finalización del *Quantitative Easing* se refiere.

- Crecimiento anual M1 (agosto 2018): 6.6% (8.7% agosto 2017)
- Crecimiento anual M2 (agosto 2018): 3.9% (5.1% agosto 2017)
- Crecimiento anual M3 (agosto 2018): 3.5% (4.7% agosto 2017)

Gráfica 15

Crecimiento agregados monetarios



Fuente: BCE.

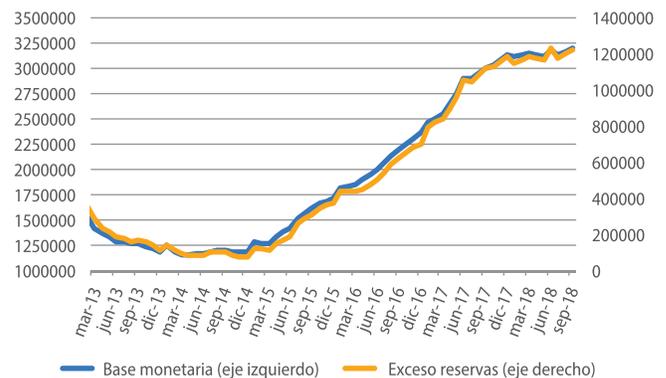
b. Base monetaria y exceso de reservas

Desde mediados de 2017 el crecimiento en la base monetaria y el exceso de reservas se ha estabilizado, siguiendo la política del BCE de terminar paulatinamente con el QE. En las últimas reuniones se ha mantenido la tasa de refinanciamiento a bancos en 0%, pero la compra de bonos ha disminuido.

- Crecimiento anual base monetaria (septiembre 2018): 8.9% (40.4% septiembre 2017)
- Crecimiento anual exceso de reservas (septiembre 2018): 9.1% (77.2% septiembre 2017)

Gráfica 16

Base monetaria y exceso de reservas



Fuente: BCE.

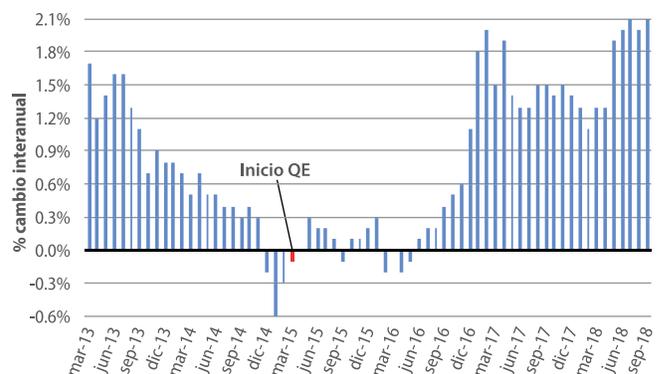
2. Índice de precios al consumidor

En septiembre la inflación vino impulsada principalmente por precios de energía, servicios, comida y bebida, y bienes industriales no energéticos. Es la inflación más alta desde diciembre de 2012, habiendo alcanzado el BCE su objetivo del 2% durante un trimestre. Inclusive excluyendo precios de energía, la inflación subyacente alcanzó niveles de 2013.

- IPC general (septiembre 2018): 2.1% (1.5% septiembre 2017)

Gráfica 17

Inflación general

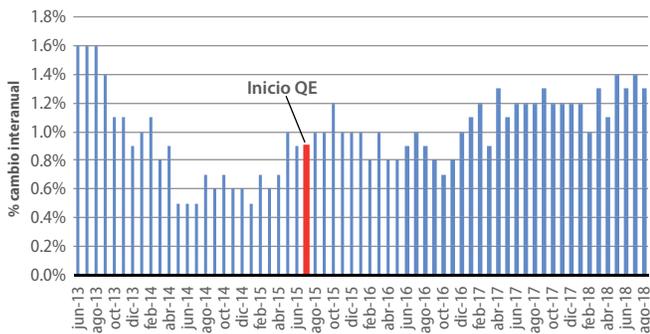


Fuente: BCE.

- IPC excluyendo energía (agosto 2018): 1.3% (1.2% agosto 2017)

Gráfica 18

Inflación subyacente



Fuente: BCE.

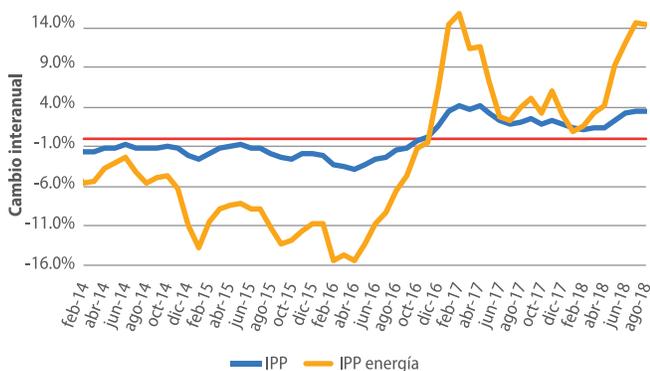
3. Índice de precios de producción

Los precios de producción han mantenido el alza en 2018, y en agosto se vieron afectados principalmente por los precios de la energía. Los bienes intermedios y bienes de consumo durables apenas crecieron 3.2% y 1.3% interanual respectivamente.

- Índice precios de producción (agosto 2018): 3.59% (2.14% agosto 2017)
- Índice precios de producción energía (agosto 2018): 14.51% (3.9% agosto 2017)

Gráfica 19

Índice de precios de producción (IPP)



Fuente: Eurostat.

4. Índice de precios bursátiles

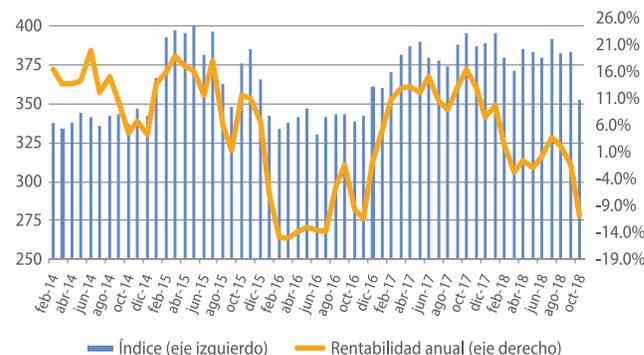
En 2018 no se sostuvo el crecimiento de los índices bursátiles del año anterior y la rentabilidad del mercado accionario europeo cayó en picada. El poco dinamismo de las empresas europeas comparado con las americanas, la subida de tasas de la Fed y la inestabilidad política han contribuido a la mala rentabilidad de las acciones europeas. Pero los posibles problemas en comercio internacional y de una desaceleración

mundial han sido los principales conductores de la baja en las acciones de todo el mundo.

- Rentabilidad 2018 (enero 18 – octubre 18): -10.9% (9.7% enero 17 – octubre 17)
- Rentabilidad anual (octubre 18 – octubre 17): -10.8% (16.6% octubre 17– octubre 16)

Gráfica 20

EuroStoxx 600



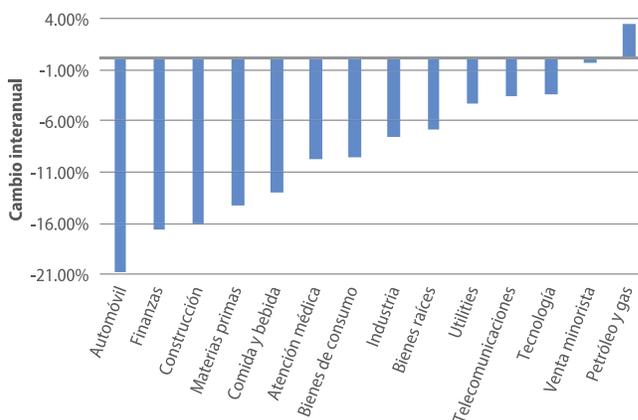
Fuente: Investing.com

a. Índice bursátil desagregado

Con el índice desagregado se puede apreciar que prácticamente en todos los sectores las acciones europeas han tenido un mal rendimiento. Únicamente petróleo y gas han tenido retornos positivos por el alza en precios internacionales de la energía, aunque ha disminuido con las recientes bajas del precio del petróleo.

Gráfica 21

Índices bursátiles sectoriales



Fuente: Stoxx.com. Datos relativos al 3 de diciembre de 2018.

5. Tendencias en la evolución de precios

El BCE tenía entre sus objetivos el conseguir una inflación mayor al 2%, y terminar paulatinamente con su programa de compra de bonos conocido como QE. El primero de sus objetivos ha sido parcialmente alcanzado, pues la inflación se mantuvo durante el segundo trimestre del 2018 por encima del 2% interanual, motivado por el incremento de precios

de energía. En 2017 únicamente en febrero la inflación había alcanzado el 2%, y el BCE esperaba “signos convincentes de una tendencia inflacionista alcista sostenida” para dar paso a la retirada de estímulos (tapering), aunque siguen pendientes de la evolución del nivel de precios porque las presiones de precios subyacentes siguen siendo bajas.

Parece ser que el plan de finalización del QE continúa en marcha, pese a la volatilidad de los últimos meses en los mercados por la incertidumbre política y de comercio internacional. En la reunión de octubre, el BCE reafirmó su compromiso de terminar con su programa de compra de bonos a finales de año, aunque esperan mantener un panorama monetario “acomodaticio” con tasas de interés bajas hasta el próximo año.

Con respecto al índice accionario, el mal rendimiento de las acciones europeas contrasta con los buenos retornos en acciones americanas desde inicios de este año. La subida de tasas de la Fed también afectó el precio de las acciones. Dentro de los problemas internos de la eurozona, la inestabilidad política del gobierno italiano y las negociaciones del Brexit han afectado, sumándose a eso las perspectivas negativas en la industria exportadora europea. Sin embargo, dado que sus fundamentales se mantienen bien, surge la posibilidad de encontrar acciones a buen precio, pero los inversionistas se mantienen al margen porque los riesgos antes mencionados serían muy costosos de sobrellevar.

Crédito

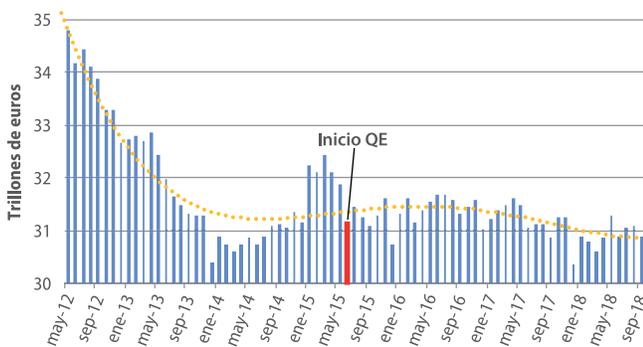
1. Crédito total extendido por sistema financiero

El crédito total del sistema financiero ha tenido una tendencia a la baja en 2018. El efecto esperado del QE en el sistema financiero tuvo un efecto en la liquidez del sistema, pero no se tradujo con la misma intensidad en el crecimiento del crédito, pues se tradujo a exceso de reservas.

- Crecimiento anual crédito (septiembre 2018): 0.07% (-1.48% septiembre 2017)

Gráfica 22

Total activos sector bancario



Fuente: BCE.

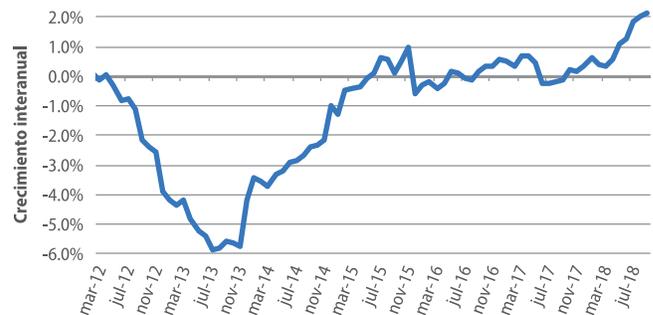
2. Crédito a empresas

a. Crédito total a empresas

El crédito a empresas tuvo un importante repunte en 2018 derivado de las bajas tasas de interés y el aumento en la competencia entre bancos, que provocó la flexibilización de políticas bancarias para préstamos corporativos. El buen desempeño de los anteriores trimestres redujo el riesgo percibido por los bancos, lo cual contribuyó al incremento del crédito empresarial. El crédito aumentó a pequeña, mediana y gran empresa.

Gráfica 23

Crédito a empresas



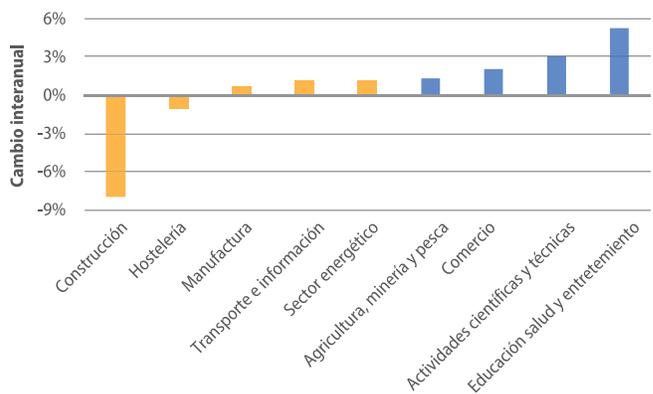
Fuente: BCE.

b. Crédito a empresas por sector

El crédito a empresas ha disminuido en los sectores con peor desempeño económico y accionario. En cambio, ha aumentado en empresas de capital humano.

Gráfica 24

Crédito bancario a empresas por sector



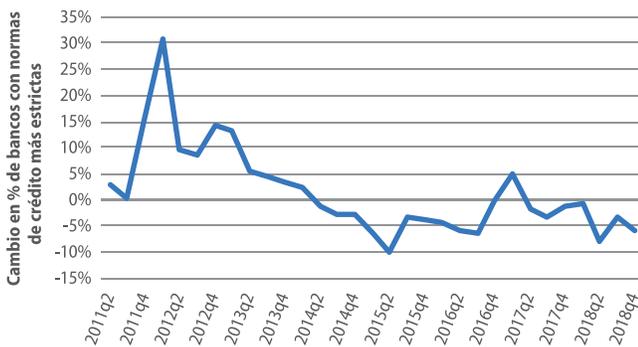
Fuente: BCE.

c. Estándares crediticios a empresas

Las condiciones y términos generales que los bancos solicitan a las empresas para créditos se flexibilizaron en esta segunda mitad del 2018. El tamaño del préstamo y los convenios fueron los más flexibles, mientras que la garantía y el vencimiento de los préstamos fue neutral. En la gráfica 25 puede apreciarse que el porcentaje de bancos con normas de crédito más estrictas aumentó fuertemente en 2011, en los años de la crisis europea, mientras que en 2018 se redujo.

Gráfica 25

Estándares crediticios aplicados a la aprobación de préstamos o líneas de crédito a empresas



Fuente: BCE.

3. Crédito a familias

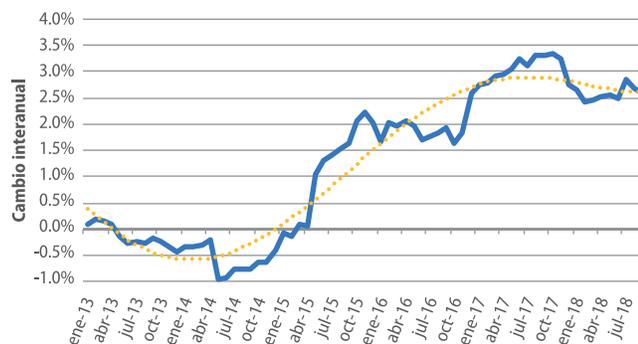
a. Crédito total a familias

En 2018 el crédito a familias tuvo un leve crecimiento, tras el *momentum* negativo de finales de 2017, principalmente por crédito hipotecario. Esta es una señal de alerta temprana, pues las familias deciden endeudarse cuando creen tener certeza de sus ingresos futuros.

- Crecimiento crédito a familias (septiembre 2018): 2.57% (3.29% septiembre 2018)

Gráfica 26

Crédito a familias



Fuente: BCE.

b. Desagregación crédito a familias

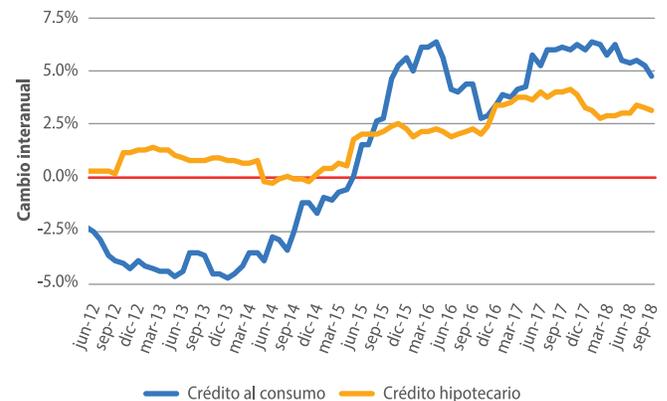
El crédito hipotecario en 2018 ha tenido una leve tendencia alcista, mientras que el crédito al consumo se ha ralentizado. El crédito hipotecario aumentó levemente en casi todos los países de la eurozona, exceptuando Francia, derivado de las tasas de interés bajas.

El crédito al consumo se desaceleró levemente en 2018, aunque sigue por encima del promedio histórico. Las bajas tasas de interés han apoyado el endeudamiento por bienes de consumo duraderos, y la confianza de los consumidores ha tenido un efecto neutral en el crecimiento, aunque los estándares crediticios se han endurecido levemente en este sector de crédito.

- Crecimiento crédito al consumo (septiembre 2018): 4.73% (6.08% septiembre 2017)
- Crecimiento crédito hipotecario (septiembre 2018): 3.15% (4.01% septiembre 2017)

Gráfica 27

Crédito a familias desagregado



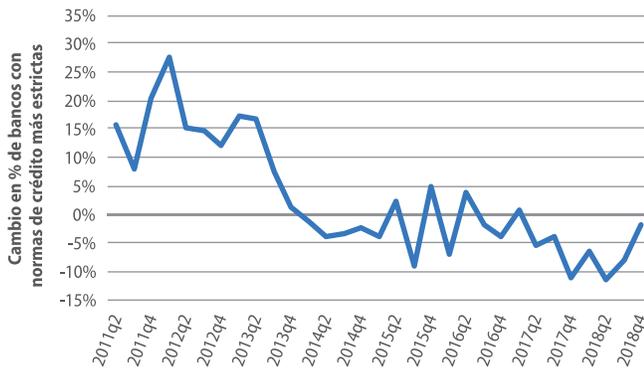
Fuente: BCE.

c. Estándares crediticios a familias

El rigor en los préstamos hipotecarios a familias para vivienda levemente se redujo en la segunda parte del 2018, principalmente por presiones competitivas en la industria bancaria y una menor percepción del riesgo.

Gráfica 28

Estándares crediticios aplicados a la aprobación de préstamos o líneas de crédito a familias



Fuente: BCE.

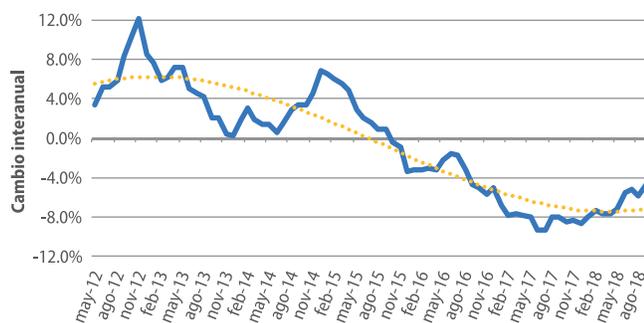
4. Crédito al sector público

Después de una tendencia decreciente constante en el crédito al sector público se está viendo una desaceleración en el desfinanciamiento gubernamental. Esto frena el efecto “expulsión inversa” consistente en el crecimiento del crédito al sector privado derivado del desapalancamiento del sector público.

- Crecimiento crédito al gobierno (septiembre 2018): -4.67% (-7.94% septiembre 2017)

Gráfica 29

Crédito al gobierno



Fuente: BCE.

5. Tendencias en la extensión de crédito

Los estándares de crédito, es decir las políticas internas de los bancos para dar créditos, se flexibilizaron este último trimestre en crédito a empresas, lo cual impulsó el aumento de crédito de este rubro. El principal motivo de esto fue la competencia interbancaria y la menor percepción de riesgo de empresas, y tal y como mencionábamos [en el informe anterior](#), había oportunidad de mayor crédito a estos agentes. El estándar de crédito para familias se flexibilizó mucho menos y por ello afectó la tendencia alcista en la extensión de crédito al consumo e hipotecario.

Este mayor endeudamiento empresarial se dio en conjunto con un aumento en la capacidad de las empresas de financiar sus proyectos, posiblemente por un apalancamiento en búsqueda de mejorar la rentabilidad tras la recuperación en la confianza del crecimiento económico. Buena parte de este crédito fue a capital de trabajo, inversiones de capital y operaciones de fusiones y adquisiciones. El buen desempeño económico de los últimos trimestres ha reducido el perfil de riesgo corporativo, lo cual mejora las condiciones crediticias.

Las familias no han tenido un 2018 tan favorable como el año anterior, y el crédito se ha estancado. Si se materializan los riesgos en el desempeño económico, y afectan el empleo, se complicaría aún más el panorama crediticio de estos agentes.

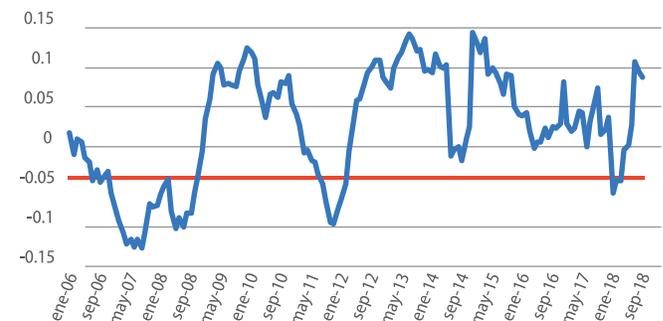
Composición cualitativa del crédito

1. Liquidity Gap sector financiero

Algo extraño sucedió a inicios de año según nuestro indicador de *Liquidity gap*. Una señal de alerta se disparó en enero de 2018 y permaneció así durante el primer trimestre, aunque se regularizó el resto del año. Para entender esta señal es necesario desagregar el indicador en activos y pasivos.

Gráfica 30

Liquidity Gap (cambio)



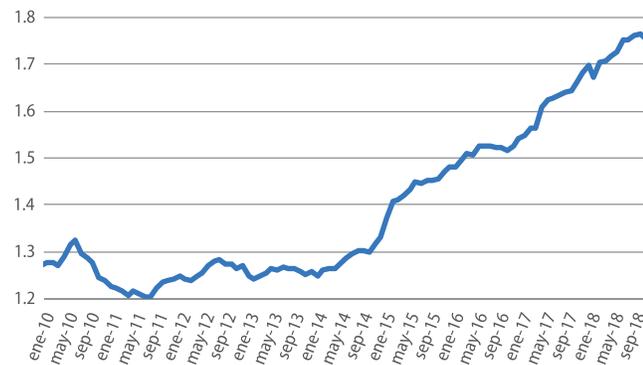
Fuente: UFM Market Trends. BCE.

a. Desagregación Liquidity Gap

La tendencia de largo plazo de la razón de pasivos corto plazo / largo plazo, es decir cuántos euros en corto plazo tiene el sistema bancario por cada euro en largo plazo, ha aumentado desde 2014. Gran parte de esta liquidez ha sido inyectada por el BCE con su programa de compra de bonos. Pero en diciembre de 2017 se vio una caída atípica de esta razón. Parece partir del aumento en capital y reservas del sistema financiero, aunque el efecto es pequeño comparado con la parte de activos.

Gráfica 31

Pasivos a corto plazo/ pasivos a largo plazo

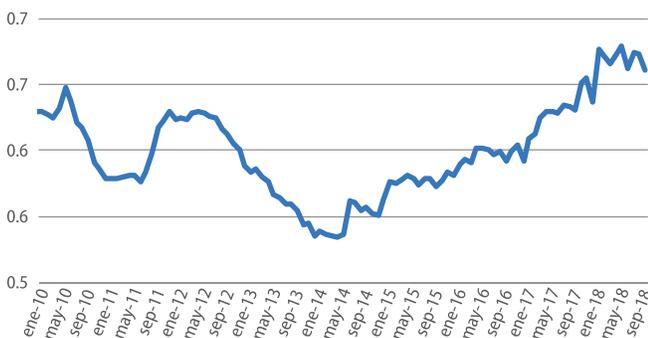


Fuente: UFM Market Trends. BCE.

En la razón de activos CP / activos LP se encuentra la principal razón del cambio abrupto en el *liquidity gap*. En enero de 2018 los préstamos de corto plazo a instituciones monetarias y financieras aumentaron con fuerza (más de 460 billones de euros en un mes, un crecimiento mensual del 7%). Al ser estos préstamos menores de un año se catalogan como de corto plazo, y el aumento marcado provocó una subida pronunciada en el indicador que luego se volvió a estabilidad a sus tasas promedio.

Gráfica 32

Activos a corto plazo/activos a largo plazo



Fuente: UFM Market Trends. BCE.

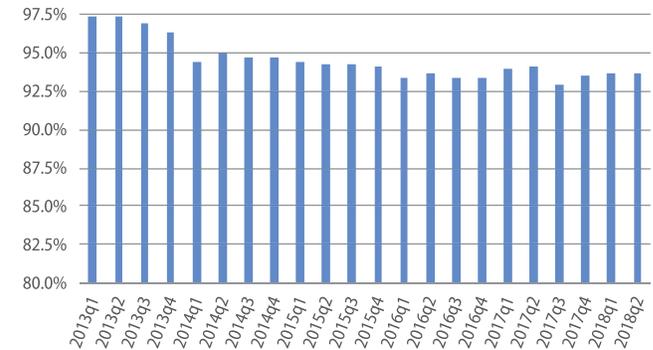
2. Posición financiera familias

La posición financiera de las familias mejoró levemente en el segundo trimestre de 2018, dado que el ingreso disponible creció más rápido que las deudas de las familias en ese mismo trimestre, favoreciendo un desapalancamiento que no se vio reflejado en la toma de más deuda. Una posición más líquida de estos agentes económicos libera recursos para dinamizar la economía.

- Deuda sobre ingresos familias (2T 2018): 93.7% (94.1% 2T 2017)

Gráfica 33

Deuda sobre ingresos familias

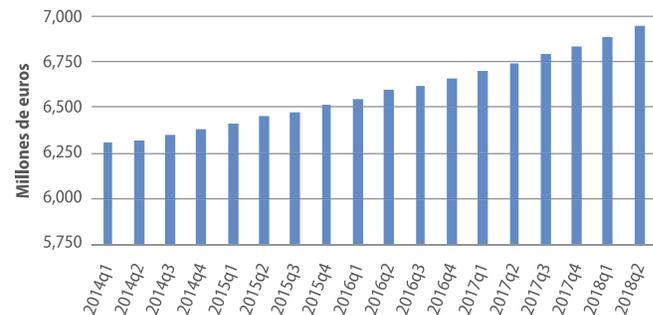


Fuente: BCE.

Tanto la compensación de empleados, como el ingreso de auto-empleados, aumentaron en el último trimestre, manteniendo la tendencia de crecimiento. Este aumento del ingreso bruto provocó también un aumento en el gasto de familias y de ahorro.

Gráfica 34

Ingreso bruto disponible familias (anualizado)



Fuente: BCE.

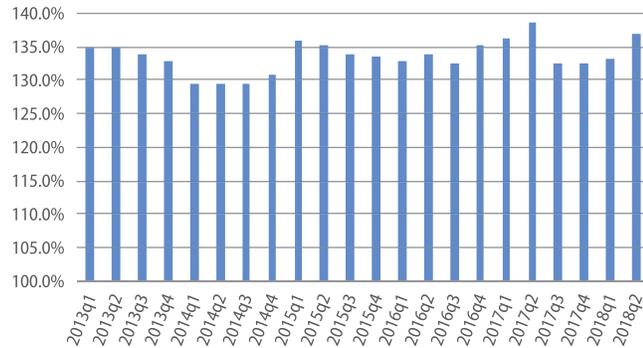
3. Posición financiera empresas no financieras

En el segundo trimestre del 2018 aumentó considerablemente el endeudamiento corporativo como porcentaje del PIB, pues las empresas tomaron mucha más deuda que en trimestres anteriores.

- Deuda sobre PIB empresas (2T 2018): 137% (138.7% 2T 2017)

Gráfica 35

Deuda sobre PIB empresas

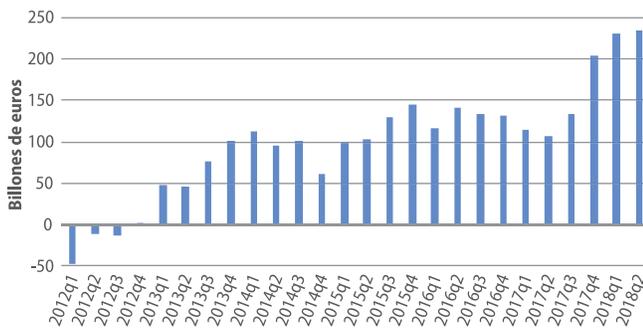


Fuente: BCE.

Las empresas no financieras se han vuelto un acreedor neto desde 2012, proveyendo de liquidez a otros sectores y otros países fuera de la eurozona. La capacidad financiera de las empresas aumentó considerablemente desde finales de 2017.

Gráfica 36

Capacidad (+) necesidad (-) de financiamiento empresas



Fuente: BCE.

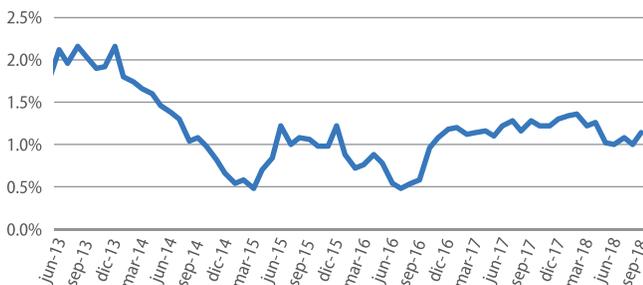
4. Descalce de plazos y riesgos

a. Spread curva rendimientos

El diferencial del bono a 3 meses y 10 años se ha mantenido en el mismo rango desde finales de 2016, disipando el riesgo de una crisis financiera en el corto plazo.

Gráfica 37

Spread curva rendimientos



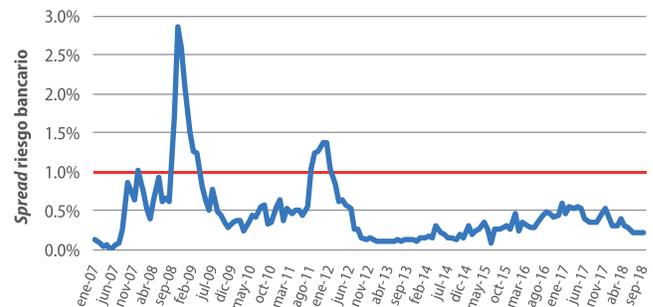
Fuente: BCE.

b. TED Spread

No hay signos de riesgo de crisis financiera en el corto plazo en el diferencial del bono libre de riesgo y el coste de financiación del sistema bancario.

Gráfica 38

TED Spread



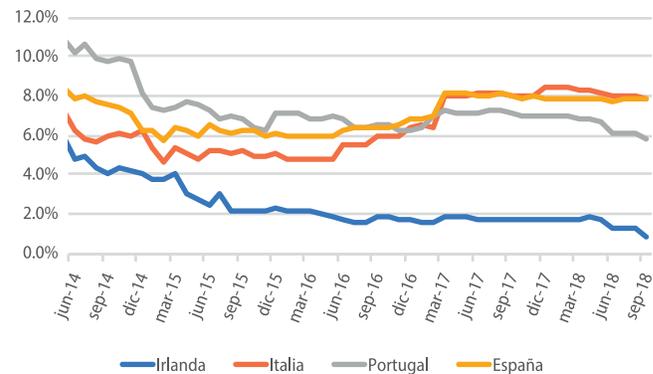
Fuente: Elaboración propia a partir de datos obtenidos en St, Louis FED; Investing.com. El spread es entre la tasa LIBOR en euros a 3 meses y el rendimiento del bono alemán a 3 meses.

5. Financiamiento BCE a sectores financieros problemáticos

Después de la crisis bancaria italiana que contagió a España y Portugal, el porcentaje de financiamiento a la banca se ha mantenido prácticamente sin cambio en los primeros dos países.

Gráfica 39

Financiamiento BCE a sistemas financieros en problemas

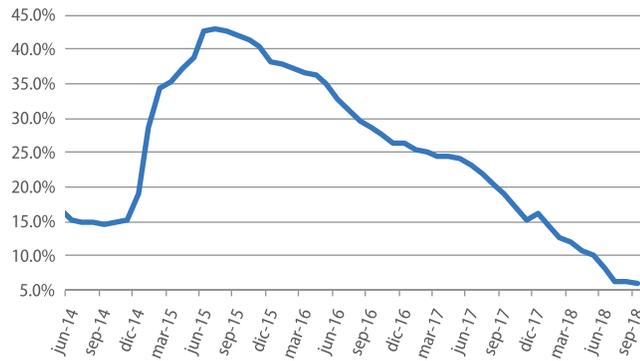


Fuente: BCE.

Donde sí se ha visto una reducción considerable en el financiamiento a su banca es en Grecia, que tras duras penas ha fortalecido su propio sistema financiero, siendo incluso menos dependiente que Italia y España del financiamiento del BCE.

Gráfica 40

Financiamiento BCE a sistema financiero griego



Fuente: BCE.

6. Tendencias en la composición cualitativa del crédito

Un peligro para el indicador de *Liquidity gap* sería una reducción consistente en la razón de cambio desencadenado por un sistema financiero tratando de ganar liquidez. Este año el *Liquidity gap* mostró una señal de alerta a inicios de año por un aumento fuerte en los activos de corto plazo, provenientes del alza en préstamos a instituciones financieras, que no es exactamente el tipo de activo de corto plazo que la banca adquiere en tiempos de crisis. Es por ello que esta alerta no se disparó en otros indicadores como la curva de tipos ni el *TED spread*, aunque debe mantenerse en vigilancia durante los próximos meses este indicador para ver si fue un efecto temporal como parece ser, o de nuevo el sistema sale en búsqueda de liquidez.

Las empresas han aumentado su disponibilidad financiera para desarrollar proyectos con capital propio, pero al mismo tiempo el apalancamiento ha aumentado, posiblemente en búsqueda de mejorar la rentabilidad financiera de sus activos. Pero ese apalancamiento puede afectar el crecimiento empresarial si empeora la desaceleración económica en la eurozona. Las familias han mejorado su liquidez al no tomar más deuda y aumentar su ingreso bruto.

No se ven en el corto plazo riesgos de crisis tras la estabilidad de los diferenciales de bonos entre corto y largo plazo, y de financiamiento del sistema bancario.

El financiamiento de países en problemas en el BCE está llegando a mínimos, con Irlanda a punto de cerrar ese financiamiento y Grecia con una considerable reducción de sus pasivos cubiertos por el BCE. Las reformas estructurales y regímenes austeros impuestos por la Unión Europea han servido para sanear los sistemas financieros en problemas. Tras la nueva política italiana surge el riesgo de una nueva necesidad de financiamiento, principalmente por el excesivo

presupuesto del gobierno italiano que puede dar paso a desbalances que sean cubiertos por emisión de nueva deuda que termine en su sistema financiero, debilitándolo y requiriendo nueva asistencia del BCE en pleno desarrollo del *tapering* del QE.

Fiscalidad

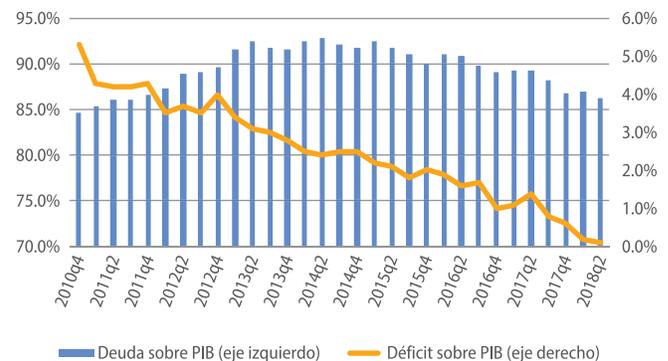
1. Déficit y deuda sobre PIB

Los esfuerzos por acabar con el déficit fiscal corren peligro en Italia, donde el gobierno aprobó un presupuesto deficitario, que reta los acuerdos alcanzados con la Unión Europea de delimitar el déficit fiscal. España con el nuevo gobierno socialista pretende aumentar el déficit en los siguientes años, tras una nueva negociación con la Unión Europea que conlleva aumento de impuestos para cumplir con las metas de estructuración fiscal y futuros aumentos del gasto público.

A pesar de estos problemas, el endeudamiento gubernamental sobre porcentaje del PIB en la eurozona decreció en 2018 por cuarto año consecutivo. El déficit fiscal en la eurozona es prácticamente nulo, pero eso podría ser un punto de inflexión para una política fiscal más abierta.

Gráfica 41

Deuda y déficit fiscal



Fuente: Eurostat.

Balanza de pagos

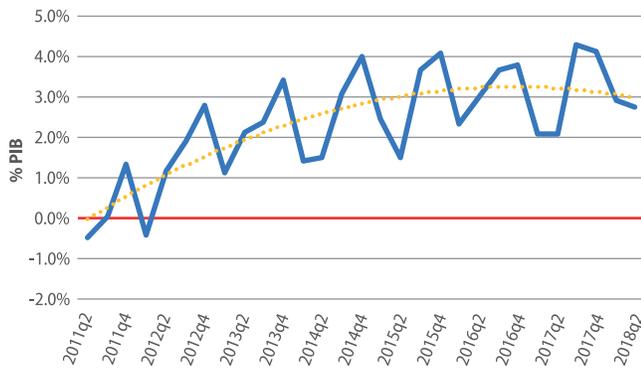
1. Balanza por cuenta corriente

Alemania ha sido el principal impulsor del superávit en cuenta corriente de la eurozona, pues por 3 años ha permanecido como el país con mayor superávit en esa cuenta de la balanza de pagos, pero las tensiones de comercio internacional le están pasando factura. Como se mencionó antes, la industria de exportación, principalmente la alemana, ha venido desacelerándose y esto ha afectado la cuenta corriente de la eurozona.

- Superávit cuenta corriente/PIB (2T 2018): 2.74% (2.09% 2T 2017)

Gráfica 42

Balanza por cuenta corriente



Fuente: Eurostat.

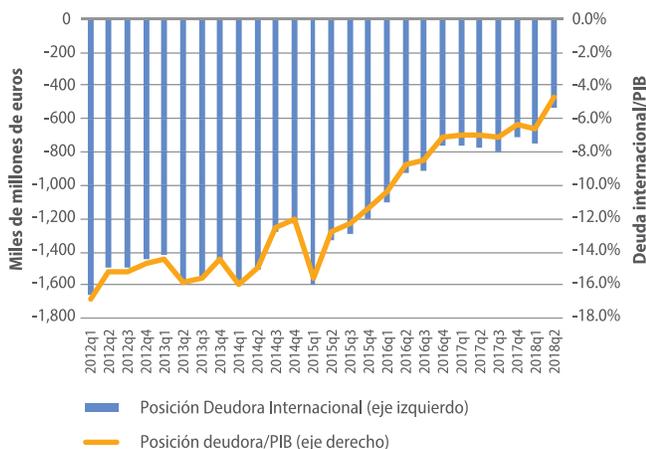
2. Posición financiera internacional

En 2018 se aceleró la disminución de la posición financiera internacional como porcentaje del PIB. Desde 2011 la cuenta corriente de la eurozona ha tenido constantes superávits que le ha permitido a la zona desapalancarse consistentemente con sus obligaciones a no residentes, además de la disminución de la deuda gubernamental por las políticas de austeridad.

- Posición deudora/PIB (2T 2017): -5.8% (-9.9% 2T 2016)

Gráfica 43

Posición financiera internacional



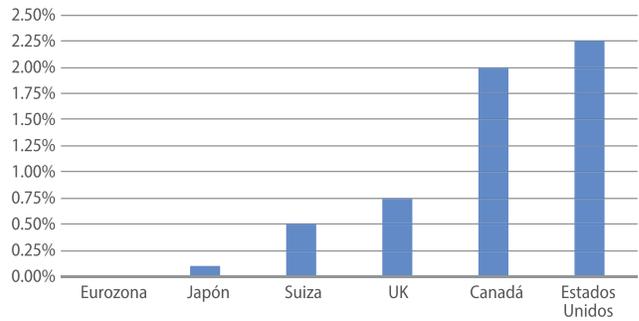
Fuente: ECB. Eurostat.

3. Diferencial de tipos de interés

La Fed sigue con su política de aumento en su tasa de referencia tras la buena recuperación de la economía americana, lo que marca una pauta a los bancos centrales del resto del mundo. El BCE decide mantener su tasa de referencia en 0%, mientras Canadá y el Reino Unido han elevado sus tasas en el último año.

Gráfica 44

Tipos de interés de referencia



Fuente: Financial Times. BCE. Fed.

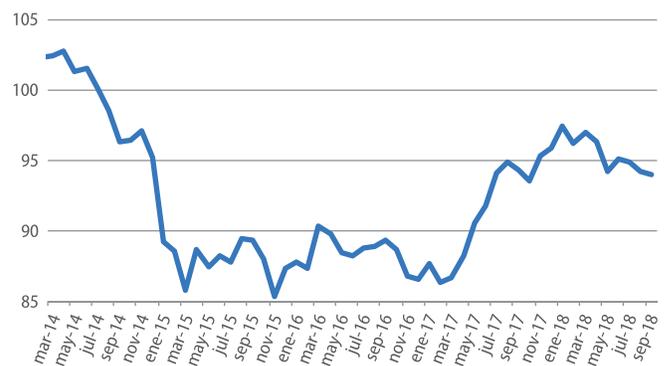
4. Índice del euro

Los factores que han afectado la actividad económica de la eurozona están afectando también al euro. El buen año del dólar después del estímulo fiscal estadounidense ha sido uno de los factores más relevantes para la caída en 2018 del índice. Pero las expectativas de inflación han apoyado a la recuperación del euro.

- Índice del euro (septiembre 17 – septiembre 18): -0.4% (5.6% septiembre 16 – septiembre 17)
- Índice del euro (enero 18 – septiembre 18): -2% (8.9% enero 17 – septiembre 17)

Gráfica 45

Euro Index



Fuente: investing.com

5. Tendencias balanza de pagos

El tema del superávit de la eurozona, y principalmente de Alemania, ha sido objeto de críticas por parte de los gobiernos con políticas proteccionistas como el de Donald Trump, y ha sido un argumento político utilizado en favor de nuevas barreras al comercio internacional. Esos conflictos políticos han difundido temores en los industriales europeos que han visto caer sus órdenes de compra por el impacto de la "guerra comercial" entre los Estados Unidos y China, aunque la "tregua comercial" alcanzada con la Comisión Europea logró apaciguar un poco esos temores.

La consistente reducción del apalancamiento en la eurozona responde principalmente a las políticas de austeridad acordadas que buscaban sanear las finanzas públicas de los países en crisis, y también al escaso dinamismo en la adquisición de nueva deuda por parte de los agentes económicos.

Los bancos centrales del resto del mundo han mantenido su objetivo de normalización de la política monetaria, con la FED encabezando la subida de tipos de interés. Es importante mencionar que la reforma fiscal del gobierno de Trump ha suavizado el efecto del alza en las tasas, algo con lo que no puede contar la eurozona.

El euro no logró tener un 2018 tan bueno como el 2017, principalmente por todos los temores que aquejan a la economía de la eurozona.

UFM MARKET  **TRENDS**