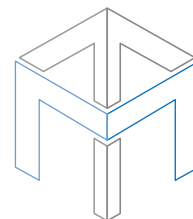


newsletter

EURO ZONA

Número 1 • Enero-Marzo 2015

Por: Daniel Fernández Méndez



INTRODUCCIÓN

La eurozona muestra, en términos generales, una mejoría de su situación macroeconómica. Aún en fase incipiente y de forma tímida, la actividad económica empieza a despegar y el desempleo a disminuir.

Sin embargo, el horizonte no está exento de peligros: la expansión cuantitativa, iniciada recientemente por el Banco Central Europeo, apenas está teniendo repercusión sobre los precios de consumo o de producción. Están siendo afectados, asimismo, los precios bursátiles, y se perfila una posible burbuja en este sector.

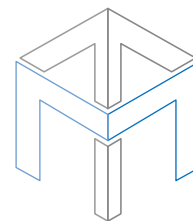
El crédito a familias y a las empresas ha empezado a crecer en los últimos meses, aunque de forma todavía muy moderada. La mayor parte del incremento del crédito se lo lleva el sector público.

El financiamiento del BCE a diferentes sectores financieros evidencia los problemas de Italia y, sobre todo, de Grecia. En mejor situación parecen estar los sectores financieros español e irlandés.

La calidad del crédito extendido nos deja serias dudas, porque vemos que aumenta de forma preocupante el descalce de plazos y el aplanamiento de la curva de rendimientos es una realidad. Más preocupante todavía son los tipos negativos en la parte baja de la curva, evidencia de la inexistencia de alternativas a “colocar” la liquidez creada por el Banco Central Europeo, que en un entorno de menor endeudamiento público provocan una “escasez” de títulos de deuda pública. Además, la expectativa de aumentos de tipos hace que el mercado se coloque en títulos a corto plazo.

En términos fiscales, la situación ha mejorado en relación con la de años anteriores; sin embargo, vemos una estabilización del déficit sobre ingreso fiscal en niveles excesivamente altos, más del 100% superiores a los niveles precrisis.

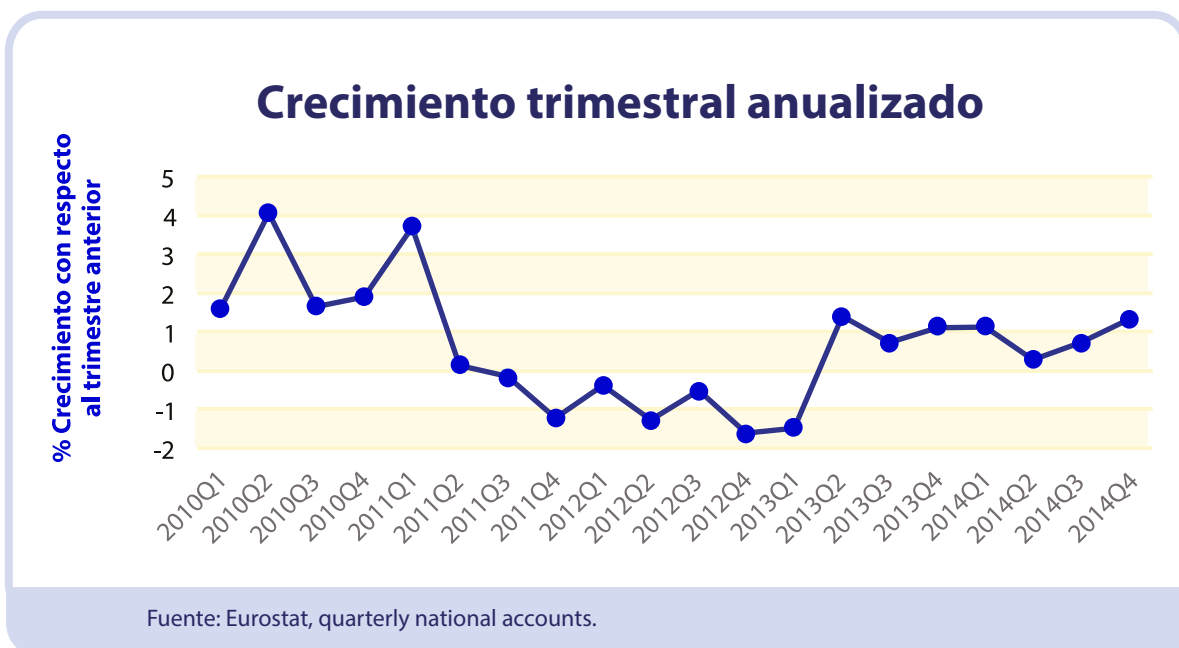
La balanza de pagos arroja datos positivos, con una eurozona cuya posición netamente deudora internacional se reduce. La balanza financiera nos muestra un incremento sostenido en los últimos años de instrumentos líquidos en el exterior, esperando posiblemente a un mejoramiento de la situación en la eurozona, con limitados incrementos de la inversión extranjera directa, y solo en los dos últimos trimestres existe un incremento sostenido de la inversión en cartera.



Actividad económica y empleo

Ligera mejoría en el crecimiento del PIB, todavía lejos de los niveles precrisis (superiores al 2%).

- Crecimiento trimestral PIB: 1.32%¹ (0.73% trimestre anterior)
- Crecimiento anual PIB: 0.87%² (0.44% año anterior)



Los datos de desempleo también manifiestan una ligera mejoría, aunque estabilizados en niveles muy altos en comparación con el periodo precrisis (8% a 9%).

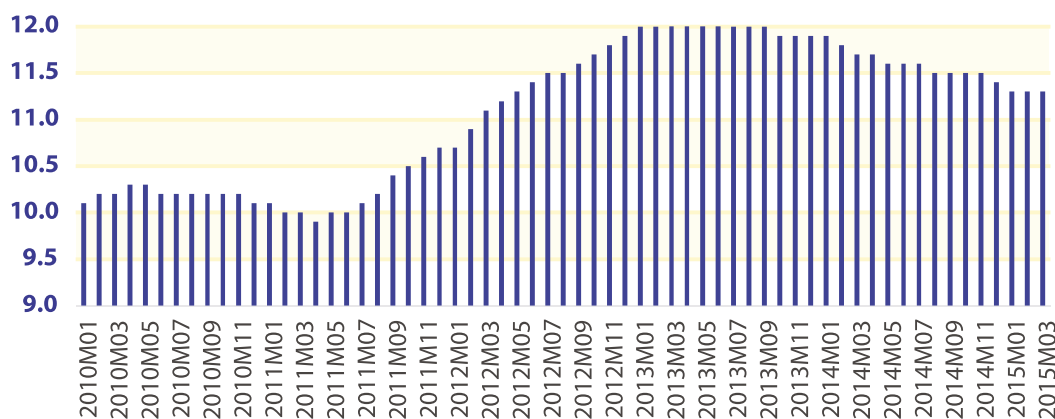
- Desempleo: 11.3%³
- -0.1% trimestral
- -0.4% anual

¹ Cuarto trimestre 2014. Dato anualizado.

² Correspondiente al año 2014.

³ En marzo 2015.

DESEMPLEO



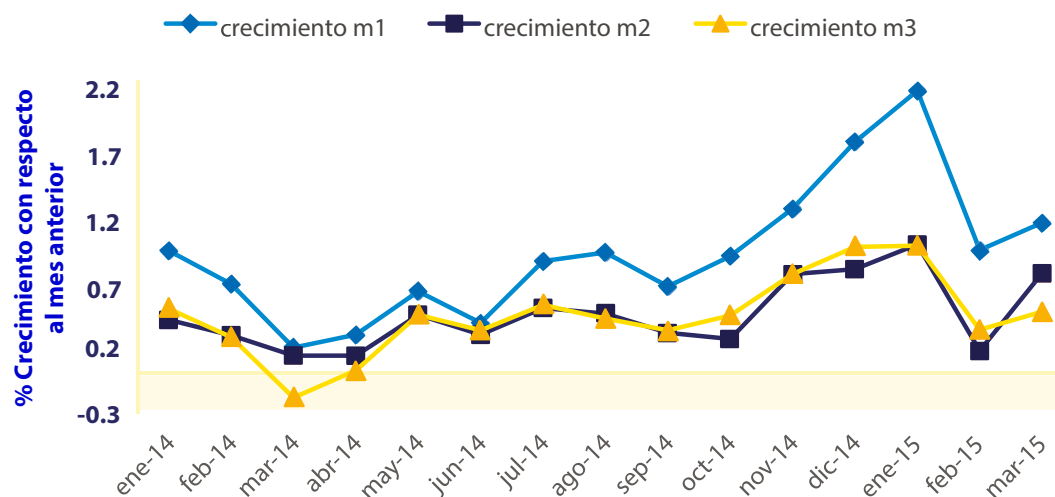
Fuente: Eurostat.

INFLACIÓN

1. Agregados monetarios⁴

- Crecimiento anual m1: 12.35% (4.17% año anterior)
- Crecimiento anual m2: 5.91% (1.60% año anterior)
- Crecimiento anual m3: 6.04% (0.48% año anterior)

CRECIMIENTO AGREGADOS MONETARIOS



ECB, Statistical Data Warehouse.

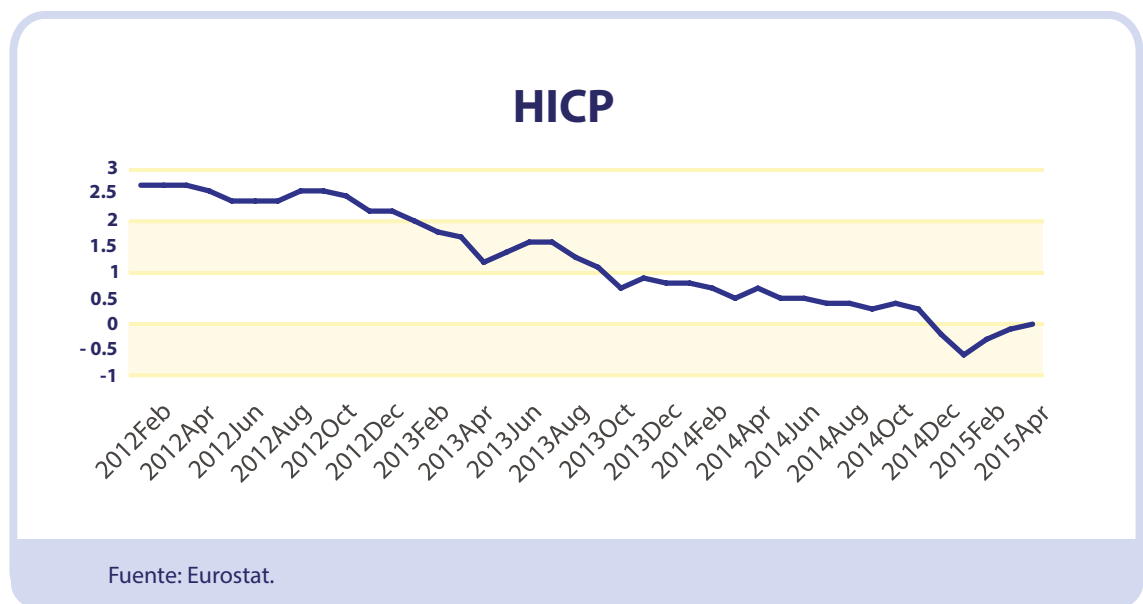
⁴ Los crecimientos anuales van de marzo 2014 a marzo 2015.

Vemos un gran aumento de los agregados monetarios desde el último trimestre de 2014. Este impulso supone una dinamización del crédito en la economía. ¿Hacia dónde se están dirigiendo las nuevas disponibilidades monetarias?

2. Índice de precios al consumidor

- Crecimiento IPC anual: -0.10%⁵
- Crecimiento IPC trimestral: 0.19%⁶

Los datos de la inflación desde el inicio de año vienen siendo una de las grandes preocupaciones. El índice de precios al consumo anual muestra una caída desde diciembre de 2014, con un pico deflacionario de -0.6% en enero de 2015. A pesar del incremento de los agregados monetarios, estos no se filtran hacia unos mayores precios al consumo.



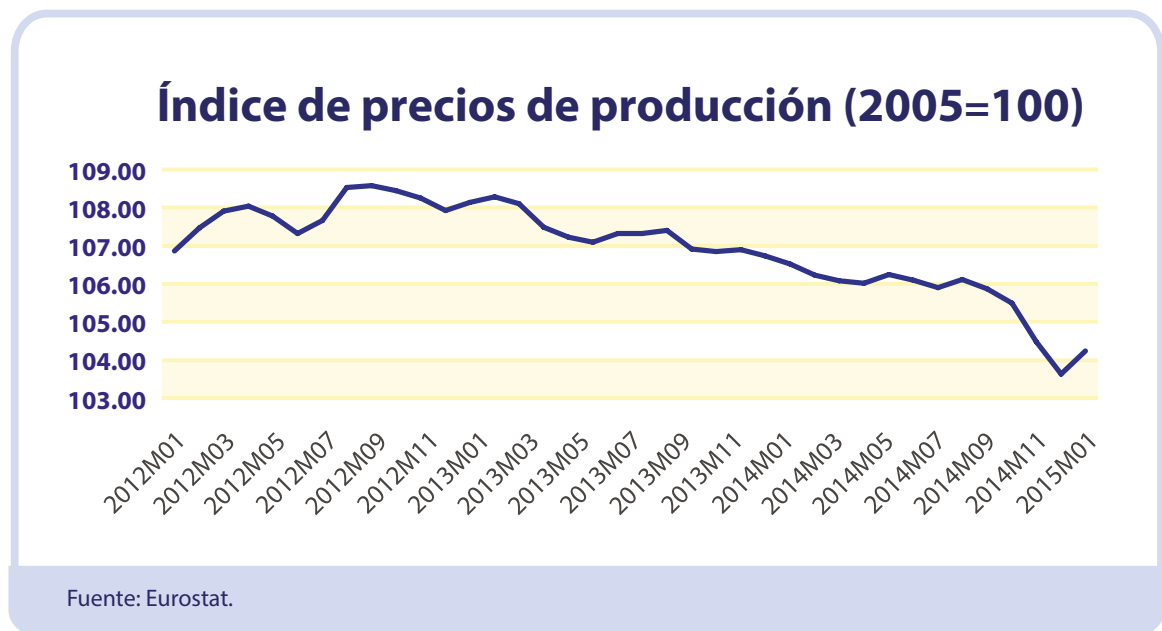
3. Índice de precios de producción

- IPP anual: -2.14% (febrero 2014 – febrero 2015)
- IPP trimestral: -1.19% (noviembre 2014 - febrero 2015)
- IPP 2015: -0.23% (enero 2015 - febrero 2015)

⁵ Marzo 2014 – marzo 2015.

⁶ Enero 2015 – marzo 2015.

La tendencia es constatada por el índice de precios a la producción: cae con fuerza desde inicios de 2013. Vemos cómo efectivamente la expansión monetaria del Banco Central Europeo tampoco ha tenido ningún efecto en los precios de producción, que incluso acentúan su caída con el impulso monetario.



4. Índice de precios bursátiles

Índice Eurostoxx 600:

- Crecimiento anual: 17.14%⁷ (13.88% año anterior⁸)
- Crecimiento 2015: 15.96%⁹ (-0.45% periodo anterior¹⁰)

El único índice de precios que se mantiene en positivo y con mucha fuerza es el índice de precios bursátiles, que crece casi el 16% en un año, mostrando que las mayores disponibilidades monetarias se están filtrando hacia el mercado de títulos financieros. El Banco Central Europeo y su política expansiva de momento solo han conseguido aumentar la especulación financiera.

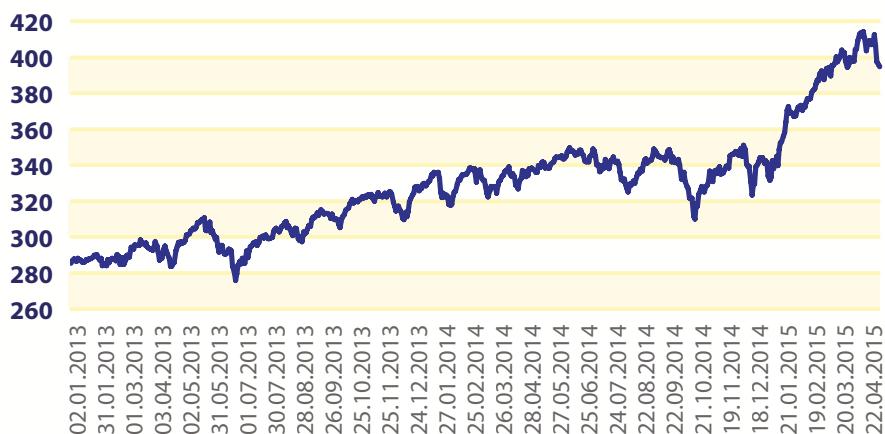
⁷ Abril 2014 – abril 2015.

⁸ Abril 2013 – abril 2014.

⁹ Enero 2015 – abril 2015.

¹⁰ Septiembre 2014 – diciembre 2014.

EuroStoxx 600



Fuente: stoxx.com.

5. Tendencias de los precios

Efectivamente, el aumento de los agregados monetarios impulsado recientemente por el Banco Central Europeo ha causado un aumento de precios, como era de esperar. En concreto, el aumento de los precios se ha centrado en los precios de títulos valores, mientras que los precios de consumo se mantienen en ligera deflación y los precios de producción en clara deflación.

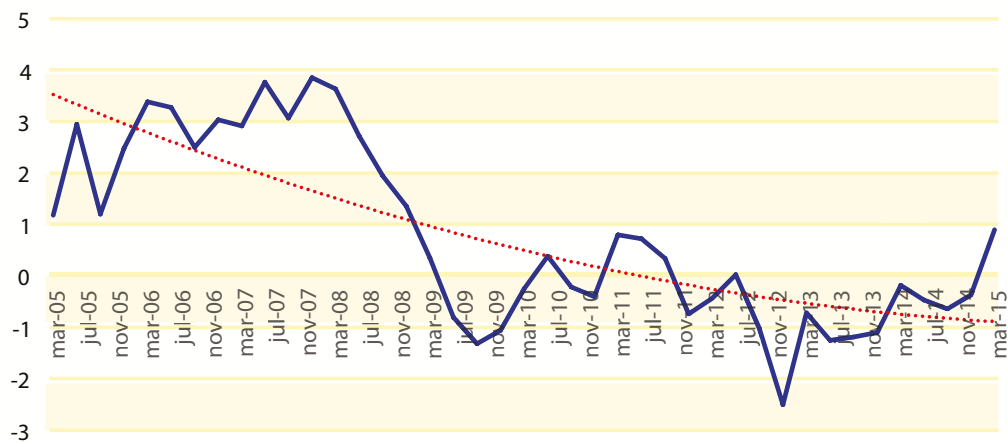
Crédito

1. Crédito a las empresas

- Crecimiento anual: -0.59% (-3.69% año anterior)
- Crecimiento trimestral: 0.89% (-0.37% trimestre anterior)

El crédito a las empresas muestra un repunte en el último trimestre. Estos datos terminan la serie negativa, con crecimientos trimestrales negativos continuos desde finales de 2011. Sin embargo, el crecimiento del crédito empresarial sigue siendo ostensiblemente inferior a los niveles precrisis, con 2 a 3% de incremento trimestral sostenido.

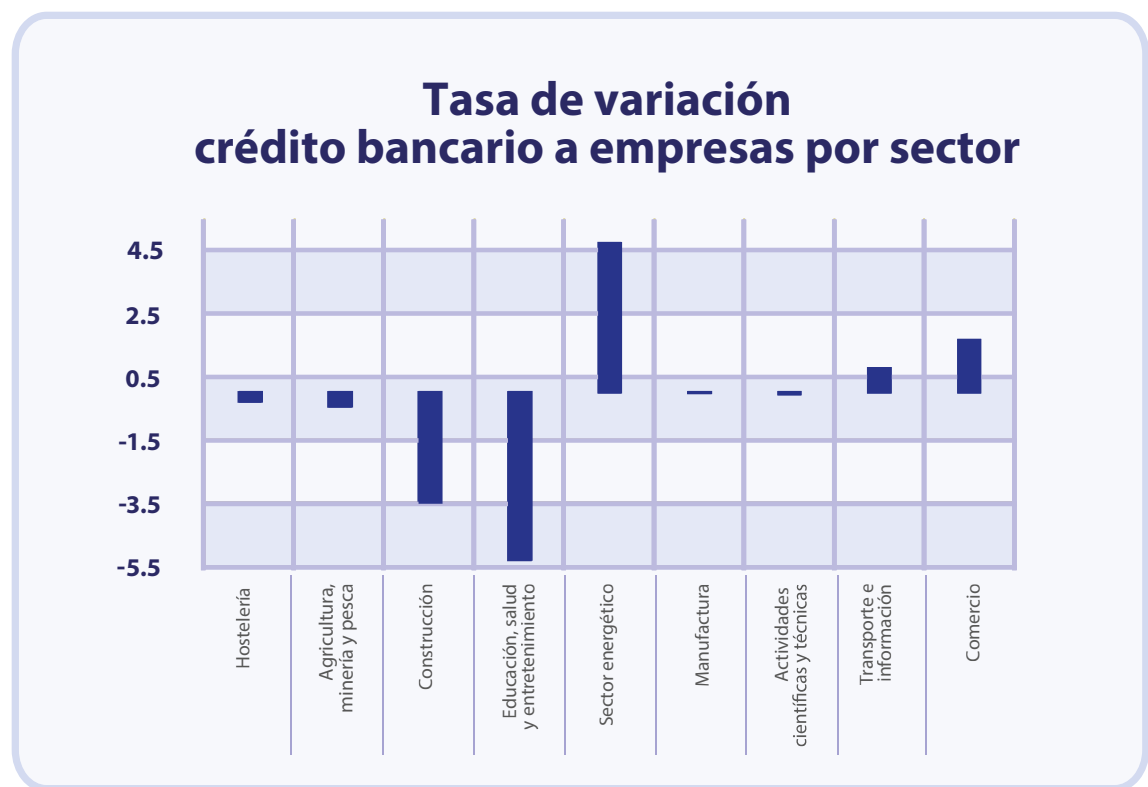
Tasa de variación crédito a empresas



Fuente: ECB, Statistical Data Warehouse. La línea de tendencia es una regresión polinómica de nivel 2.

a. Distribución del crédito a las empresas

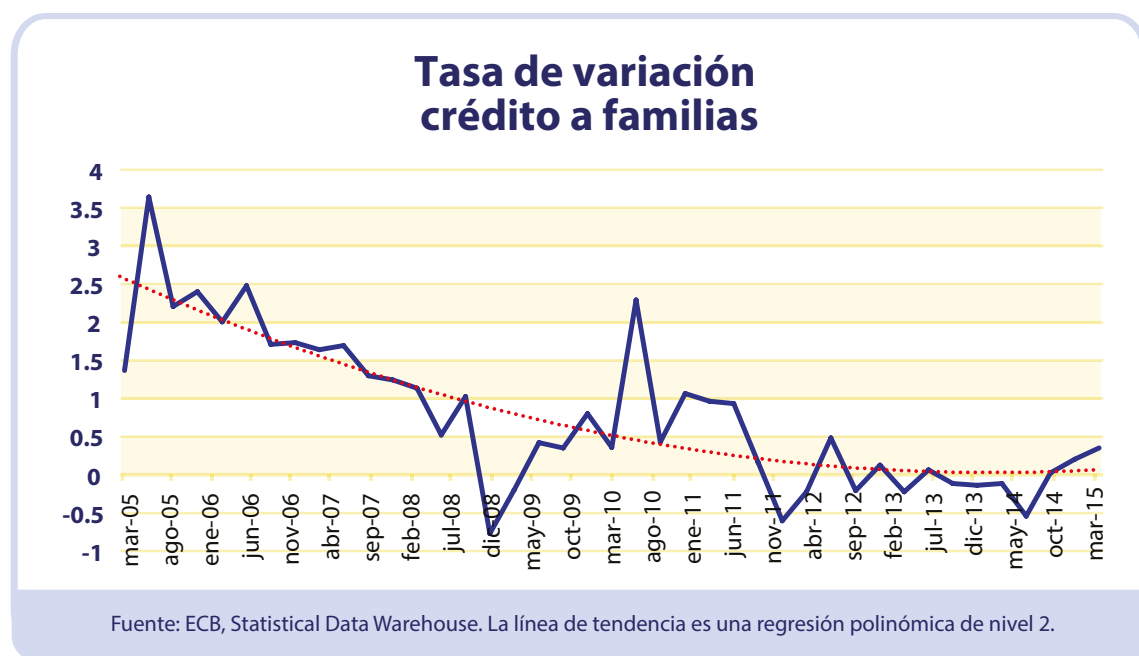
El último trimestre de 2014 muestra un incremento fuerte en los créditos destinados al sector energético. Comercio y transporte e información muestran tasas de variación positivas. En contraste, el sector de educación, salud y entretenimiento muestra una enorme disminución.



2. Crédito a las familias

- Crecimiento anual: 0.49% (0.05% año anterior)
- Crecimiento trimestral: 0.49% (0.40% trimestre anterior)

El crédito a las familias experimenta cierto estancamiento, todavía muy lejos de mostrar un crecimiento sostenido y lejos de los niveles del 2% trimestral de crecimiento antes de 2008. Aunque es cierto que dos trimestres consecutivos de crecimiento rompen la tendencia bajista.

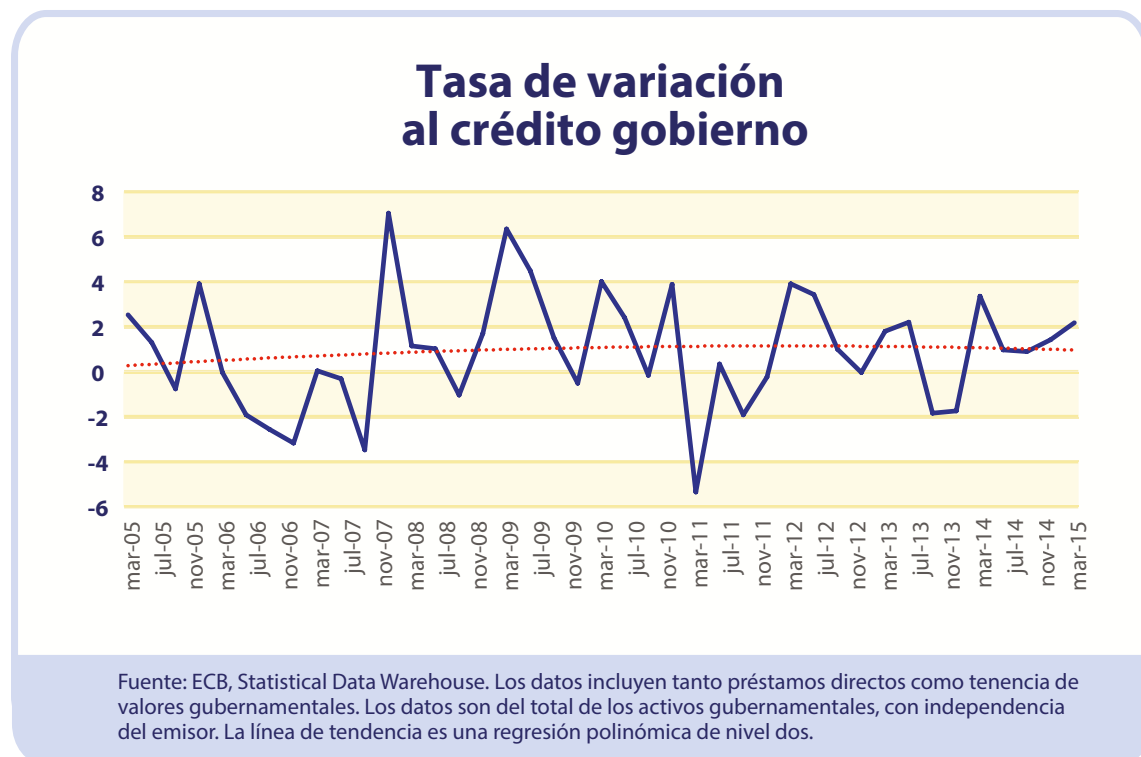


3. Crédito al gobierno

- Crecimiento anual: 5.57% (1.85% año anterior)
- Crecimiento trimestral: 2.24% (1.46% trimestre anterior)

El crecimiento de crédito al gobierno es consistente, aunque se observa una alta volatilidad. Esto se debe a los vaivenes políticos de la eurozona y a los anuncios de medidas extraordinarias del BCE, que en general afectan de forma acusada a los títulos gubernamentales.

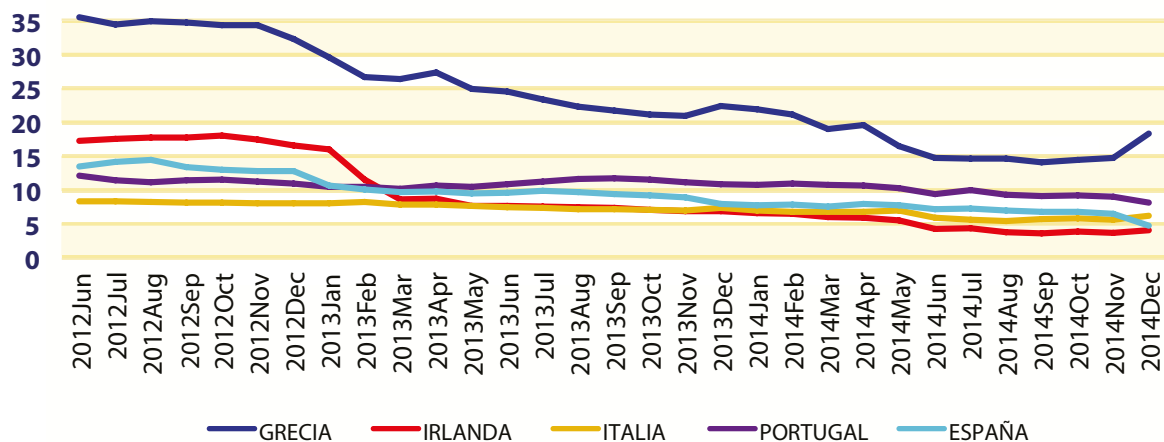
De todos los tipos de crédito es el único que muestra una tendencia positiva desde el inicio de la crisis.



4. Financiamiento BCE a economías en problemas

Desde el pico de la crisis de deuda, a mediados de 2012, la necesidad de financiación fuera del mercado del sector bancario de los países en problemas ha disminuido notoriamente. Sin embargo, parece que las necesidades de financiación vuelven a repuntar en algunos países en los últimos meses de 2014; en concreto, Italia y Grecia tienen problemas, sobre todo Grecia. El sector financiero español y el irlandés parecen haber utilizado las enormes cantidades de financiación pasadas para sanear sus balances.

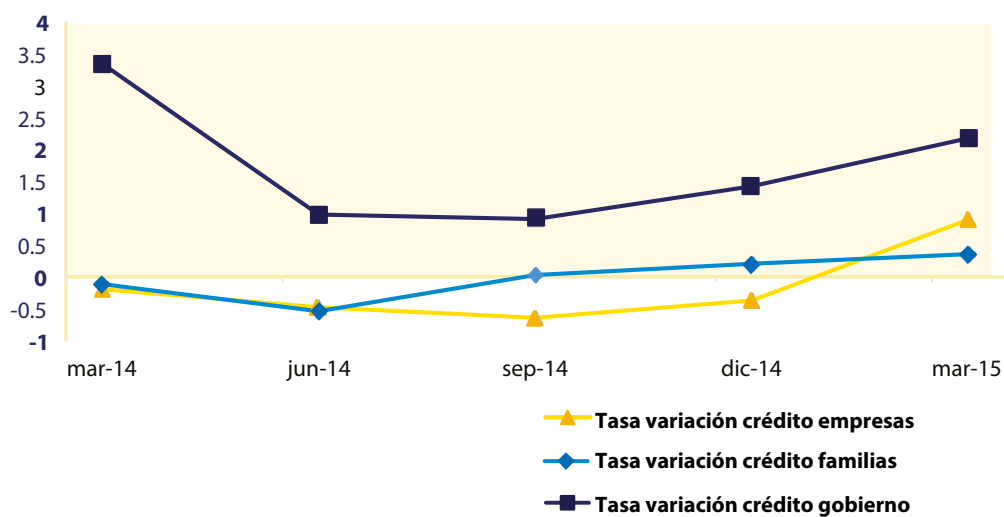
Financiamiento BCE a sectores financieros de diferentes países



Fuente: ECB, Statistical Data Warehouse. Los datos son porcentajes de los pasivos de las instituciones bancarias financiadas por el Banco Central Europeo.

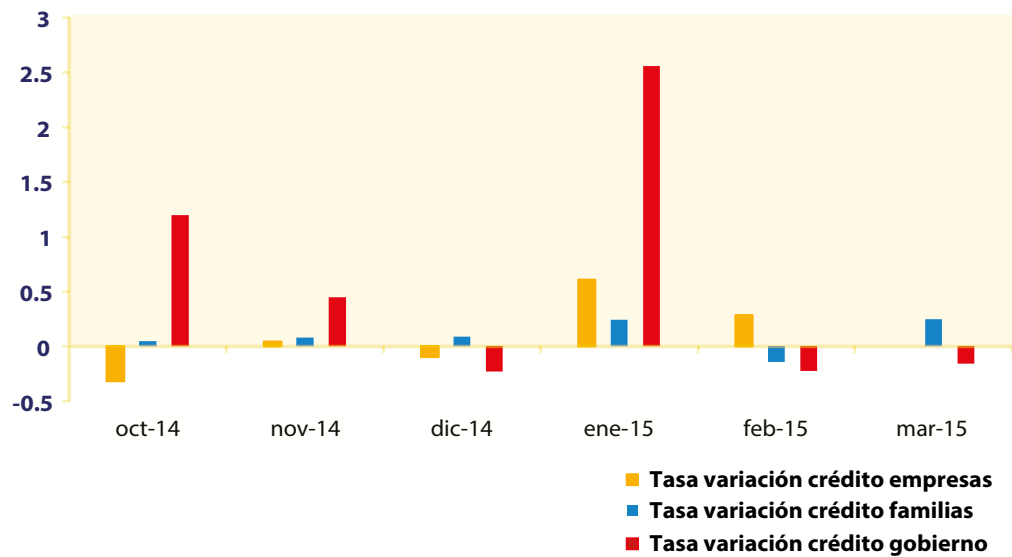
5. Tendencias del crédito

Tasa de variación trimestral crédito



Fuente: ECB, Statistical Data Warehouse.

Tasa de variación mensual crédito



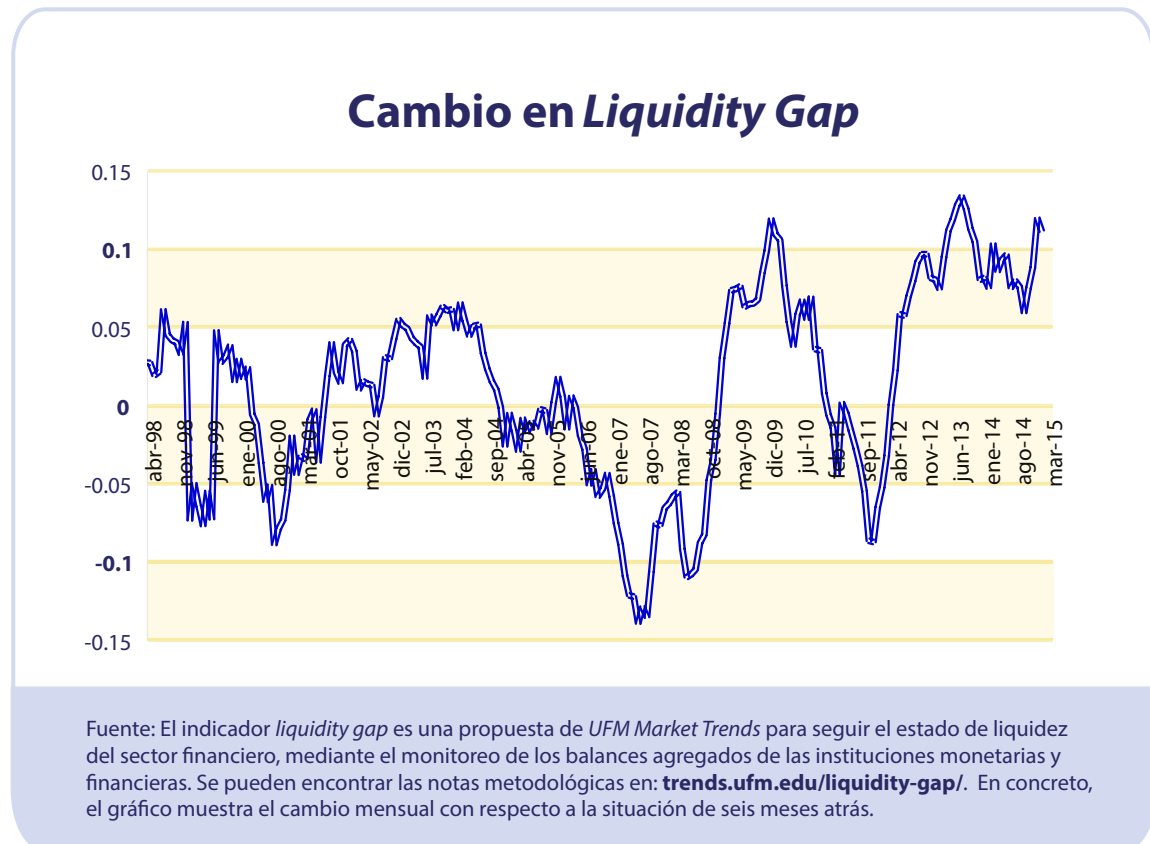
Fuente: ECB, Statistical Data Warehouse.

Tanto en el cambio mensual como en el trimestral vemos que el crédito al sector empresarial se recupera de forma moderada; el crédito a las familias sigue estancado, con una mejora casi testimonial, y el crédito al gobierno sigue creciendo de forma sostenida. Esto es una señal de que de momento el sector privado de la economía no despierta o solamente lo hace tímidamente.

El aumento trimestral del crédito al gobierno se sitúa por encima del 2%, más del doble que el aumento del crédito a las empresas y más de seis veces el aumento de crédito a las familias.

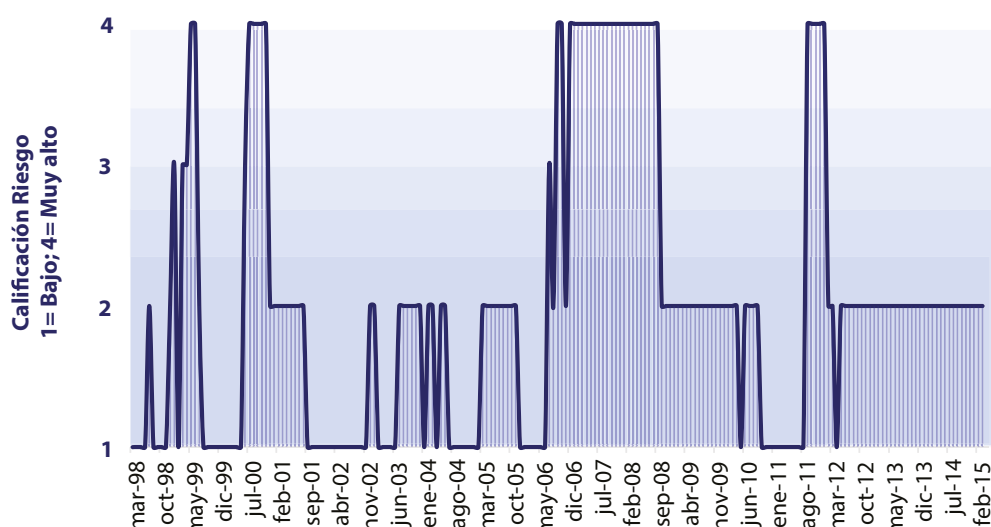
Composición cualitativa del crédito

1. *Liquidity Gap*



Estamos en un periodo de degradación de liquidez: el sector financiero se encuentra acumulando inversiones a largo plazo, mientras se financia con instrumentos emitidos a corto plazo. El riesgo de iliquidez es creciente y esperamos que, cuando pase a ser negativo, se ejerza una presión liquidativa sobre el sector financiero, que en el corto plazo tenderá a trasladarse a la economía real, mediante restricciones del crédito a las familias y a las empresas.

Riesgo Liquidity Gap



Fuente: El indicador *liquidity gap* es una propuesta de UFM Market Trends para seguir el estado de liquidez del sector financiero, mediante el monitoreo de los balances agregados de las instituciones monetarias y financieras. Se pueden encontrar las notas metodológicas en: trends.ufm.edu/liquidity-gap/.

Las calificaciones de riesgo son:

- 1) Descalce de plazos manteniéndose.
- 2) Descalce de plazos aumentando.
- 3) Descalce de plazos disminuyendo de forma notable.
- 4) Descalce de plazos disminuyendo de forma notable y continua.

Riesgo bajo.

Riesgo creciente.

Riesgo alto (inicio fase liquidación).

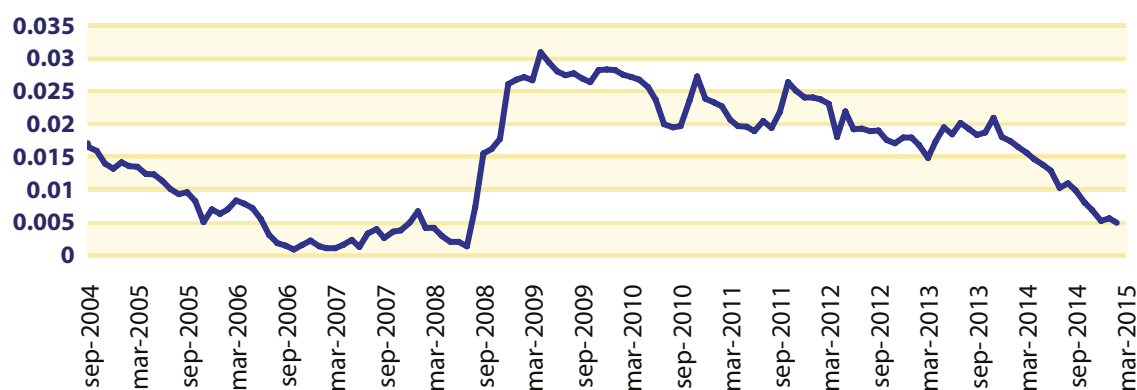
Riesgo muy alto (consolidación fase liquidación).

2. Indicadores del Descalce de Plazos

a. Pendiente media de la curva de rendimientos

El estado de arbitraje de la curva de rendimientos se encuentra cercano a niveles críticos de pendiente cero, donde la posibilidad de arbitraje acaba. En contraste con lo ocurrido en 2007-2008, la curva se aplana por el lado de bajada del tipo a largo plazo, indicativo de la todavía escasa dinamización económica.

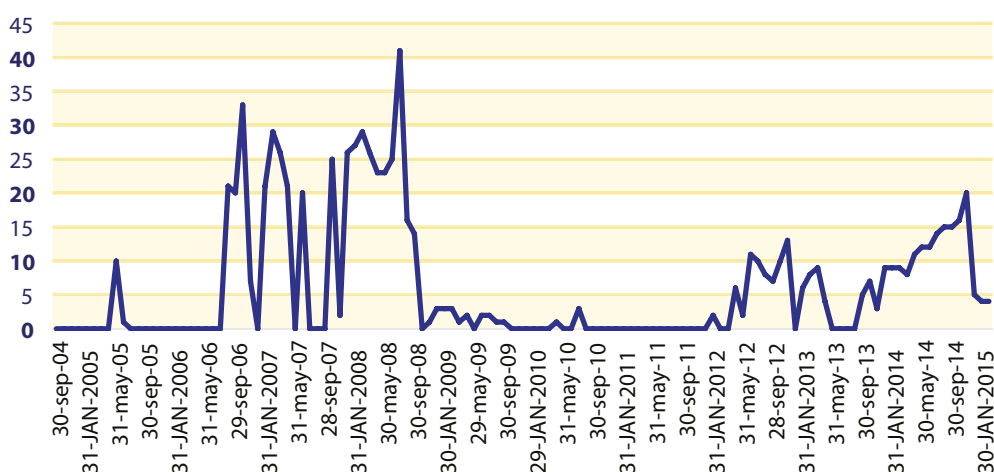
Pendiente curva rendimientos hasta 10 años



Fuente: La pendiente de la curva de rendimiento es una propuesta de *UFM Market Trends* para seguir el estado de arbitraje de la curva de rendimientos. Un intenso arbitraje lleva a su aplanamiento (pendiente cero). Cuando la pendiente es cercana a cero, esperamos presión liquidativa sobre el sector financiero y real, y por ende una crisis en el corto plazo. Se pueden encontrar las notas metodológicas en trends.ufm.edu/indicadores-alternativos-descalce/.

b. Indicador de la curva de rendimientos invertida

Indicador descalce 10 años

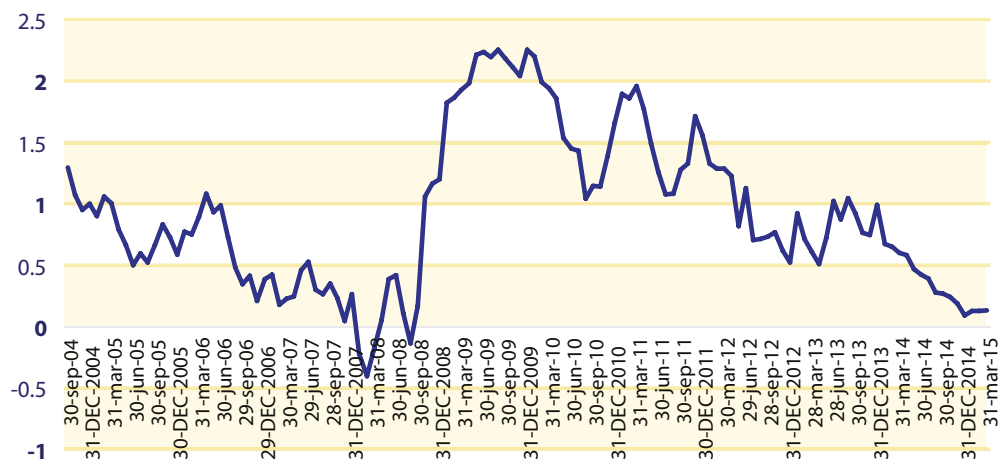


Fuente: El Indicador de la curva de rendimientos invertida es una propuesta de *UFM Market Trends* para seguir el estado de arbitraje de la curva de rendimientos. El indicador enumera la cantidad de puntos en los que la curva de rendimientos tiene un rendimiento inferior al del mes anterior. Se pueden encontrar las notas metodológicas en trends.ufm.edu/indicadores-alternativos-descalce/.

c. *Spread* corto frente a largo plazo

En el *spread* entre los tipos a tres meses y cinco años, también podemos ver cómo la práctica de endeudarse a corto plazo para prestar a largo plazo se traslada a un *spread* decreciente. Cuando este *spread* llega a cero o se vuelve negativo, la liquidación no tarda en ocurrir; esta liquidación se refleja en el balance de los intermediarios financieros y por ende en nuestro *liquidity gap*. Actualmente este indicador se acerca a cero. Igual que en la pendiente de la curva de rendimientos, el *spread* se reduce por disminuciones en el tipo a largo plazo, síntoma de que la recuperación económica no termina de afianzarse en la eurozona.

Spread 3 meses 5 años



Fuente: ECB, Statistical Data Warehouse.

d. Tendencias en la calidad del crédito

Por un lado, la composición del crédito se mueve principalmente hacia títulos públicos, y por otro este crédito está siendo extendido descalzando plazos y provocando una pérdida de liquidez en el sistema financiero, que se refleja en un aumento de la intermediación de la curva de tipos.

La mayor cantidad de monetización por parte del Banco Central Europeo, reflejado en unos agregados monetarios mayores, unido a un aumento en el perfil temporal del crédito al gobierno, provoca una “carencia” de títulos a corto plazo, que han tendido a hundir el tipo de interés de los plazos temporales más cortos, incluso a tipos negativos.

A pesar de la mejoría macroeconómica de la zona euro, la calidad del crédito extendido nos hace dudar de que la recuperación tenga una base sólida y ser escépticos en el medio/largo plazo con la eurozona.

Fiscalidad

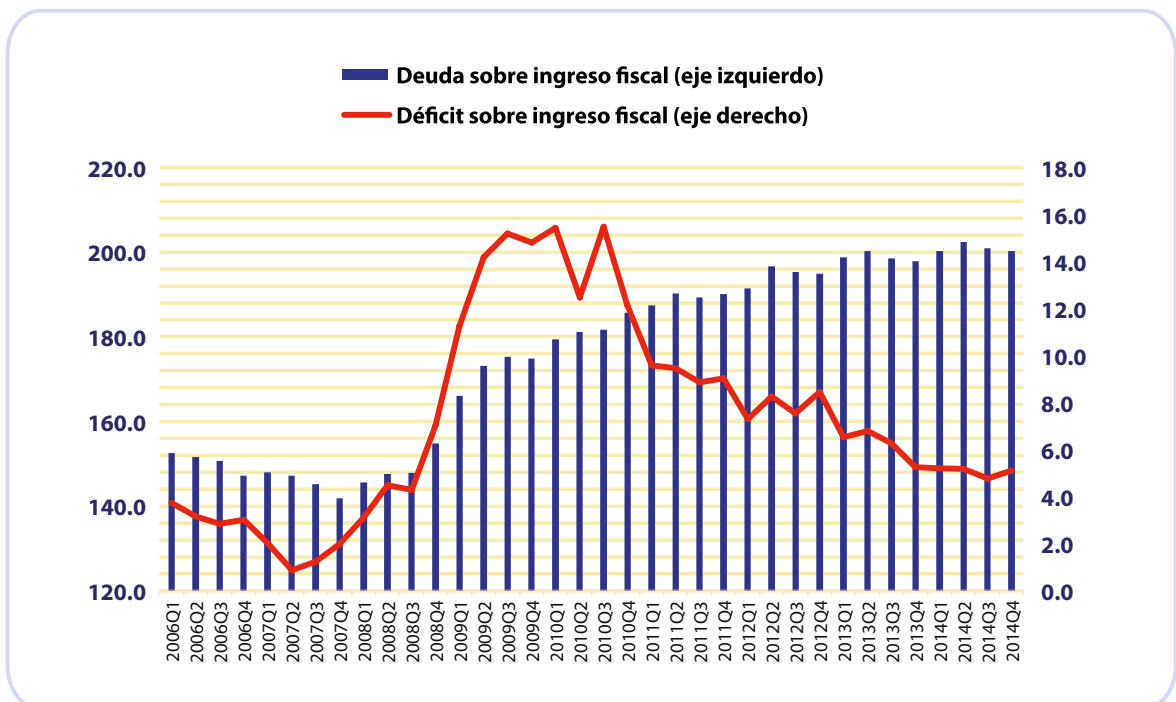
1. Deuda sobre el ingreso fiscal

- Aumento anual de la deuda pública sobre el ingreso fiscal:
3.13% (3.36% año anterior)
- Aumento trimestral de la deuda pública sobre el ingreso fiscal:
0.33% (-0.25% trimestre anterior)

La cuantía de deuda sobre ingresos fiscales se acelera con el inicio de la crisis, por el aumento del gasto público unido a la disminución de los ingresos fiscales. La situación actual está más controlada, a pesar de la estabilización del déficit en un nivel alto, por el aumento paulatino de los ingresos fiscales (+1.84% anual).

2. Déficit sobre el ingreso fiscal

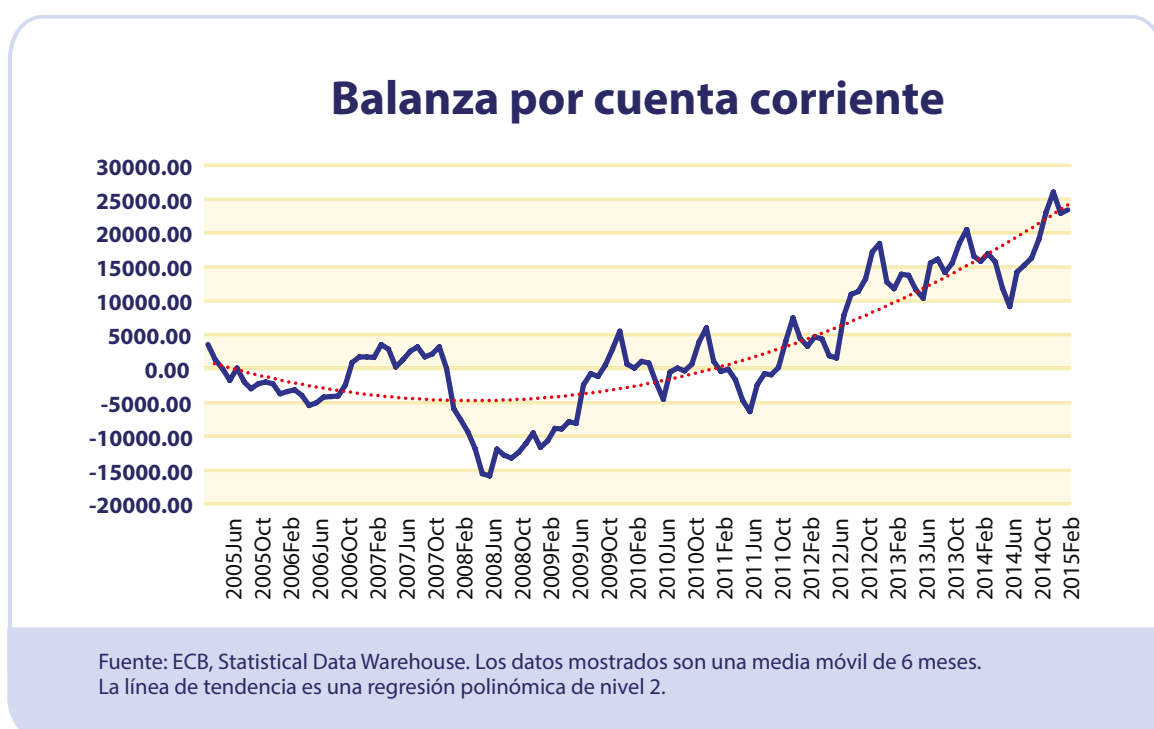
Las cifras de déficit sobre el ingreso fiscal han conseguido estabilizarse, si bien aún están por encima del 2-3% de los niveles de precrisis, aunque vienen bajando desde años anteriores.



Balanza de pagos

1. Balanza por cuenta corriente

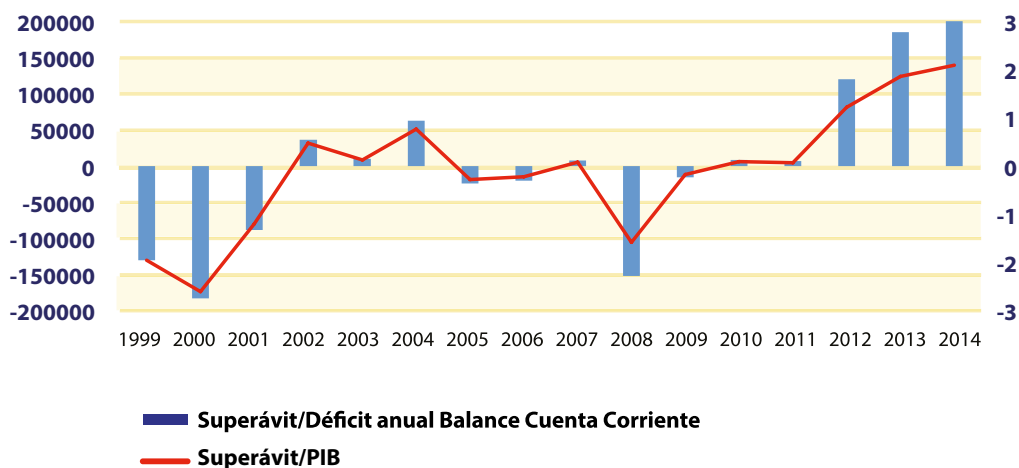
- Aumento anual del balance C/C: 15.09% (48.83% año anterior)



El balance por cuenta corriente es positivo desde 2011 y crece de forma sostenida, mostrando un superávit anual¹¹ de más de 258,920 millones de euros, equivalente a más del 2% del PIB de la eurozona.

¹¹ Desde febrero 2014 a febrero 2015.

Superávit cuenta corriente



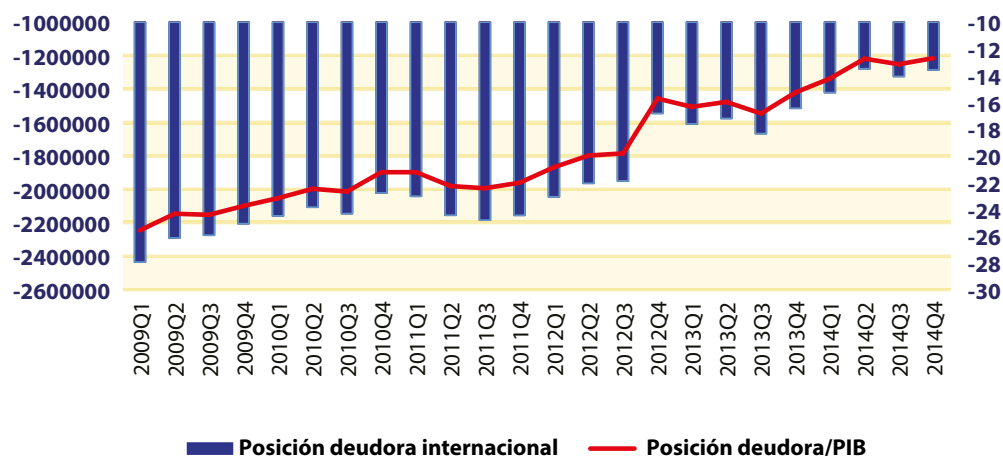
Fuente: ECB, Statistical Data Warehouse. Eurostat, Annual National Accounts.

2. Balanza financiera

La eurozona tiene una posición financiera internacional netamente deudora; sin embargo, los recientes superávits por cuenta corriente han permitido disminuir la enorme posición deudora de 2011 que equivalía a un 22% del PIB hasta un mucho más modesto 12.7% con el que se cierra 2014.

- Posición deudora internacional:
12.7% PIB (13.2% trimestre anterior; 15.3% año anterior)

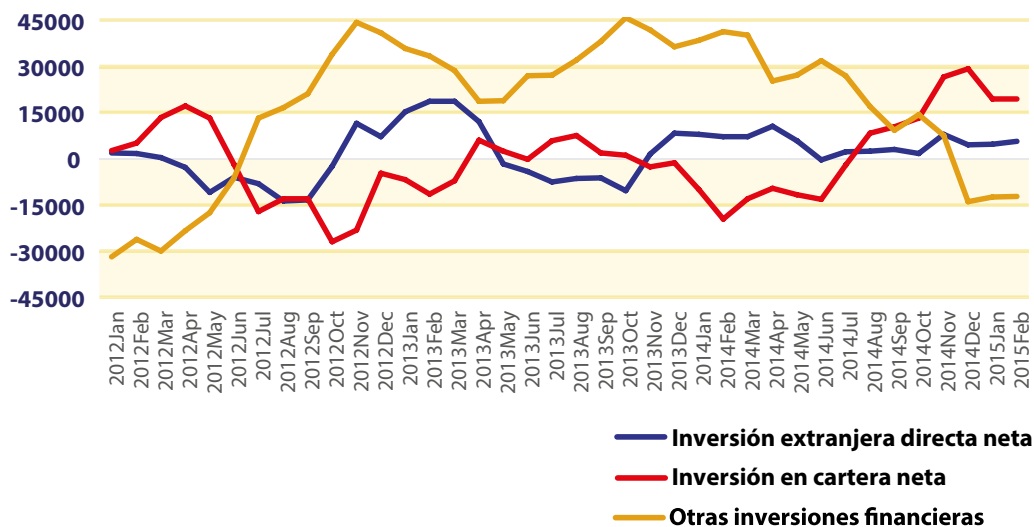
Posición deudora internacional



Fuente: ECB, Statistical Warehouse. Eurostat, Quarterly National Accounts.

Debe destacarse que la deuda neta se reduce por el aumento de los activos extranjeros, no por disminución de los pasivos nacionales. Estos últimos siguen creciendo, aunque a un ritmo menor que los activos. Es decir: la eurozona extiende crédito al extranjero a un ritmo superior de aquel en que se endeuda.

Balanza financiera desagregada



Fuente: ECB, Statistical Data Warehouse.

Efectivamente, la balanza financiera muestra desde 2012 un significativo cambio positivo; esto es: netamente los europeos proporcionan financiación al resto del mundo. En concreto, la mayor parte de esta financiación se centra en la rúbrica “otras inversiones financieras”, referida principalmente a mantener depósitos y divisas en otros países o inversiones muy líquidas, como crédito comercial. Esta tendencia tiende a revertirse en los últimos meses, en los que los residentes europeos parece que acumulan más inversiones en cartera.

Los balances acumulados por los superávits en cuenta corriente no tienden a consolidarse en inversiones fijas en el extranjero. La razón podría ser la expectativa de una mejora en la situación económica subyacente en Europa, que permita repatriar rápidamente estos capitales.

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.