

INFORME TRIMESTRAL

EUROZONA

trends.ufm.edu

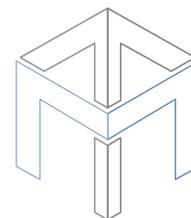
ABRIL – JUNIO 2015

Por: Daniel Fernández Méndez

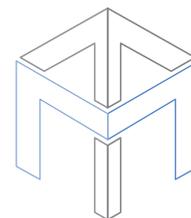
Asistente de investigación: Estefanía Luján

2015 T2 EUR

Índice

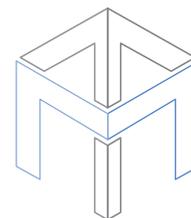


Resumen ejecutivo.....	3
Actividad económica y empleo.....	4
1. PIB.....	4
2. Empleo.....	5
3. Tendencias en actividad económica y empleo.....	5
Inflación y precios.....	6
1. Agregados monetarios.....	6
2. Índice de precios al consumidor.....	7
a- Índice de precios al consumidor desagregado.....	8
3. Índice de precios de producción.....	9
4. Índice de precios bursátiles.....	10
5. Tendencias en la evolución de los precios.....	11
Crédito.....	11
1. Total del crédito extendido por el sistema financiero.....	11
2. Crédito a las empresas.....	12
3. Crédito a las familias.....	13
a- Distribución del crédito a las familias.....	14
4. Crédito al gobierno.....	15
5. Tendencias en la extensión del crédito.....	16
Composición cualitativa del crédito.....	17
1. <i>Liquidity gap</i>	17
2. Indicadores del descalce de plazos.....	19
a- Pendiente media de la curva de rendimientos.....	19
b- <i>Spread</i> de la curva rendimientos.....	20
3. Tendencias en la composición cualitativa del crédito.....	21
Fiscalidad.....	21
1. Déficit y deuda sobre el PIB.....	21
2. Déficit y deuda sobre los ingresos fiscales.....	22
3. Tendencias de la fiscalidad.....	22
Balanza de pagos.....	23
1. Balanza por cuenta corriente.....	23
2. Posición financiera internacional.....	24
3. Balanza financiera.....	25
Notas metodológicas.....	26
1. <i>Liquidity gap</i>	26
2. Indicadores de la curva de rendimiento.....	27
a- Pendiente media de la curva de rendimiento.....	27
b- <i>Spread</i> corto vs. largo plazo.....	27



Resumen ejecutivo

- *Liquidity gap* muestra que el sector financiero está todavía en proceso de descalce de plazos, incrementando sus activos a largo plazo con pasivos a corto plazo. No esperamos una restricción del crédito a corto plazo. El nivel de riesgo del *liquidity gap* se muestra estable.
- La curva de rendimiento recupera tímidamente su pendiente positiva. La recuperación económica podría venir cuando los tipos de interés a largo plazo terminen de despegar y los tipos de interés a corto plazo negativos desaparezcan.
- El crecimiento del PIB trimestral es inferior a lo esperado. Hay escasa influencia del crédito al sector empresarial. Los precios de producción están en deflación. Las empresas europeas generan crecimiento, a pesar de no contar con crédito y con precios de venta decrecientes.
- El gran incremento de la base monetaria no se traduce en un incremento en igual proporción de los agregados monetarios. Hay un estancamiento de los precios al consumo y deflación en los precios de producción.
- Disminución de crédito total. Hasta el momento, ha fracasado la flexibilización cuantitativa del Banco Central Europeo.
- El crédito al gobierno está decreciendo; "efecto *crowding out* inverso". El crédito se redirige a familias. El crédito al consumo y a la compra de vivienda aumentan considerablemente. El crédito al sector empresarial está en negativo.
- La corrección de los precios bursátiles podría tener poca influencia en el sector real de la economía. El sector productivo ya está creciendo, con acceso muy restringido a crédito.
- El déficit empieza a estar bajo control en la eurozona. Esto, unido a un mejoramiento de la posición financiera internacional y al amplio superávit comercial, hace que el euro se deba apreciar tan pronto como la inestabilidad política lo permita.
- La balanza comercial es positiva y mejora la posición financiera internacional. Los excesos derivados de la burbuja anterior al 2007 empiezan a sanearse.

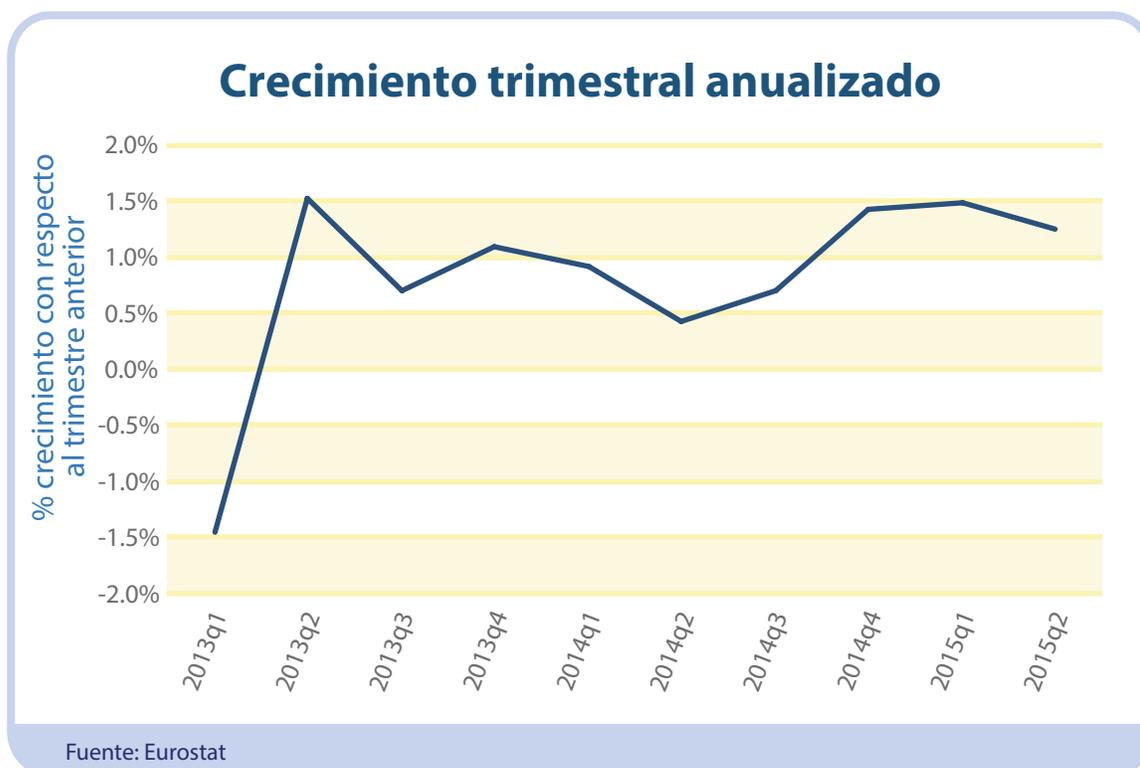


Actividad económica y empleo

1. PIB

La eurozona se encuentra con una pequeña desaceleración en el ritmo de la creación de riqueza. Contra el 1.6% esperado, el PIB crece al ritmo de un 1.25% en el segundo trimestre del año. Este dato empeora el crecimiento superior al 1.4% experimentado en los dos últimos trimestres. En datos anuales, se puede afirmar que el crecimiento todavía está acelerándose.

- Crecimiento del PIB trimestral (2T 2015): 1.25% (1.49% 1T 2015)
- Crecimiento del PIB anual (2T 2015): 1.22% (0.79% 2T 2014)



2. Empleo

Los datos sobre el desempleo muestran una lenta, pero constante, mejoría desde que la cifra tocara techo, a mediados del 2013. Sin embargo, en el segundo trimestre del 2015 el desempleo se ha estabilizado en la todavía alta cifra del 11.1% (comparado con la cifra pre-crisis que se situaba cercana al 9%). En datos anuales, el desempleo sigue descendiendo.

- Desempleo (2T 2015): 11.1% (11.2% 1T 2015)
- Desempleo (Junio 2015): 11.1% (11.6% Junio 2014)



3. Tendencias en actividad económica y empleo

En general, los datos sobre el PIB y el desempleo no son buenos; sin embargo —como vamos a ver en el resto del informe— el sector privado está creando riqueza en un entorno moderadamente deflacionario, con precios de producción en caída y tasas de variación del crédito a empresas en sentido negativo.

Si nos centramos en datos anuales y no tan solo trimestrales, vemos cómo las tendencias siguen siendo alcistas en cuanto al PIB y decrecientes en cuanto al desempleo.

Hasta el momento, el sector productivo ha sido capaz de crecer sostenidamente por encima del 1%, desde el último trimestre del 2014, con tasas negativas de crédito al sector empresarial y precios de producción decrecientes. Bajo este prisma, los datos del segundo trimestre del 2015 en cuanto al PIB y al empleo no son negativos.

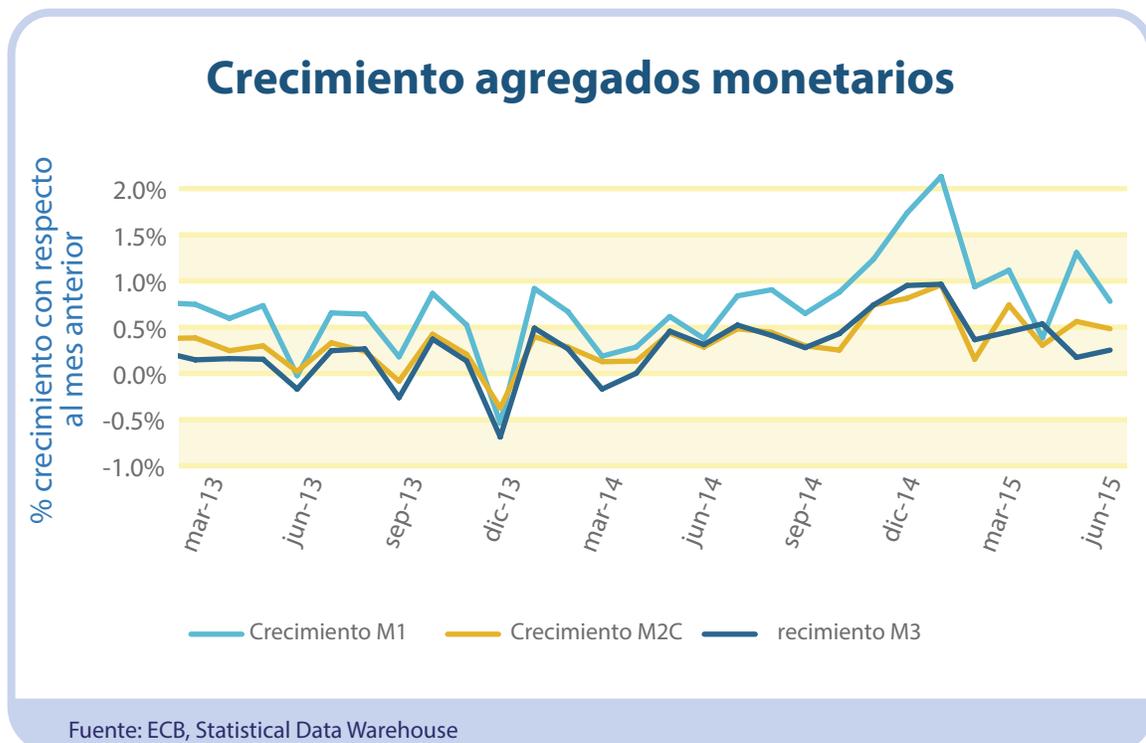
Las tasas negativas sobre crédito empresarial se vienen suavizando en los últimos meses, llegando a casi 0%, desde el casi 6% negativo a finales del 2013. En sí mismo, esto podría verse como un impulso a la actividad económica.

Inflación y precios

1. Agregados monetarios

El crecimiento de agregados monetarios es ostensiblemente inferior a los experimentados a finales del 2014 e inferiores a los del trimestre anterior.

- M1 (2T 2015): 2.49% (4.25% 1T 2015)
- M2 (2T 2015): 1.36% (1.87% 1T 2015)
- M3 (2T 2015): 0.97% (1.80% 1T 2015)

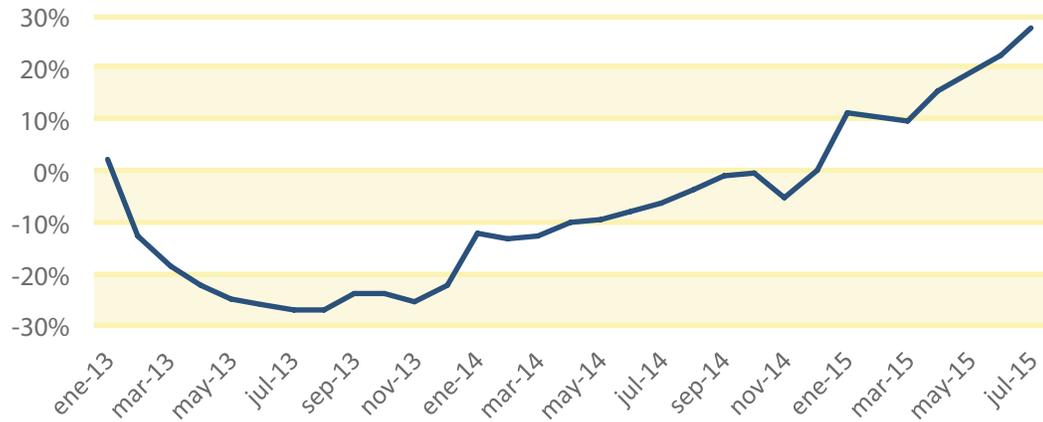


La expectativa de flexibilización cuantitativa del Banco Central Europeo se tradujo, a finales del 2014, en un gran incremento de los agregados monetarios, que no ha durado tanto como se esperaba.

A pesar de los esfuerzos del BCE en aumentar la base monetaria, los intermediarios financieros no están reaccionando de la forma esperada. El aumento de la base monetaria no se traduce en un incremento de los diferentes agregados monetarios.

- Crecimiento trimestral de la base monetaria (2T 2015): 13.43% (4.20% 1T 2015)
- Crecimiento anual de la base monetaria (julio 2015): 27.66% (-6.11% julio 2014)

Base monetaria



Fuente: ECB, Statistical Data Warehouse

2. Índice de precios al consumidor

La escasa dinamización del crédito lleva a que el índice de precios al consumidor se mantenga estable e incluso con nuevas y ligeras tendencias deflacionarias en los últimos meses.

- IPC trimestral (2T 2015)¹ : -0.4% (1.98% 1T 2015)
- IPC anual julio 2015: 0.2% (0.4% julio 2014)

Índice general de precios al consumidor



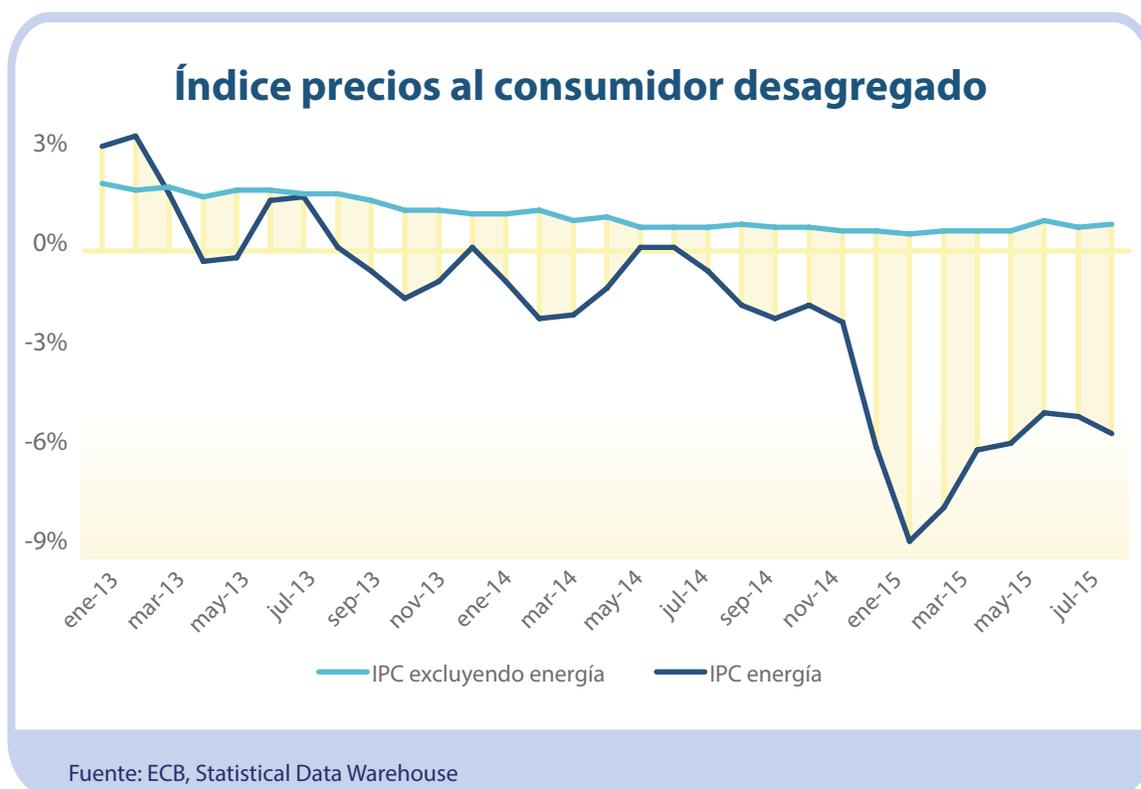
Fuente: ECB, Statistical Data Warehouse

¹ Datos relativos al periodo abril-julio y febrero-abril 2015.

a- Índice de precios al consumidor desagregado

La nueva caída del precio del petróleo puede estar ejerciendo esta presión a la baja en los precios. El índice de precios al consumidor desagregado muestra que la tasa de inflación —excluyendo energía— es positiva, aunque decreciente durante los últimos trimestres. También vemos que, incluso en este índice, el impacto de la flexibilización cuantitativa del BCE ha sido, en el mejor de los casos, modesto.

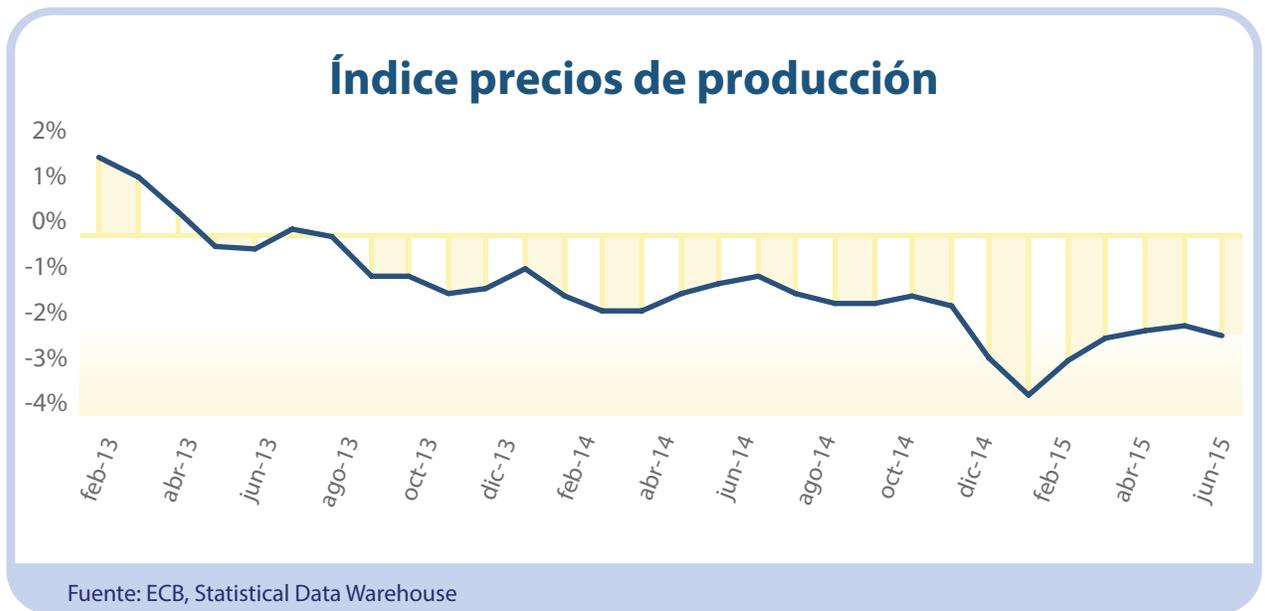
- IPC anual julio 2015 (excluyendo energía): 0.8% (0.7% julio 2014)
- IPC anual julio 2015 (energía): -5.4% (-0.6% julio 2014)



3. Índice de precios de producción

Los precios de producción muestran una tendencia a la deflación. Hay una caída más moderada que en el trimestre anterior.

- IPP trimestral (2T 2015): -0.1% (-0.3% 1T 2015)
- IPP anual (junio 2015): -2.2% (-0.91% junio 2014)



La tendencia deflacionista en los precios de producción refleja la todavía escasa influencia de la política monetaria del BCE.

4. Índice de precios bursátiles²

A pesar de que los índices bursátiles sufren sobremanera en el último trimestre, en términos interanuales todavía reflejan un crecimiento positivo. El índice está en el mismo punto que a inicios del 2015. En los últimos meses se corrige el excesivo optimismo con que empezó el año.

- Crecimiento anual (agosto 2014 - agosto 2015): 0.46% (8.77% año anterior)
- Crecimiento 2015: -0.15%
- Crecimiento trimestral (IIIT 2015): -10.31% (-4.02% IIT 2015)



Los índices bursátiles fueron el “refugio” de las expansiones monetarias derivadas de la flexibilización cuantitativa del BCE desde finales del 2014. En el segundo y tercer trimestre del 2015 se ha puesto de manifiesto el poco éxito de la política monetaria hasta el momento. El aumento de la incertidumbre política derivada del caso griego y los problemas bursátiles en China minan la confianza de los inversores, que, a pesar de buenos datos macroeconómicos, retrotraen la inversión.

² Los datos están actualizados hasta el 24-08-15.

5. Tendencias en la evolución de los precios

La flexibilización cuantitativa del Banco Central Europeo tuvo un éxito relativo en el primer trimestre del 2015. Los agregados monetarios crecieron y las nuevas disponibilidades monetarias fueron a parar a los mercados financieros.

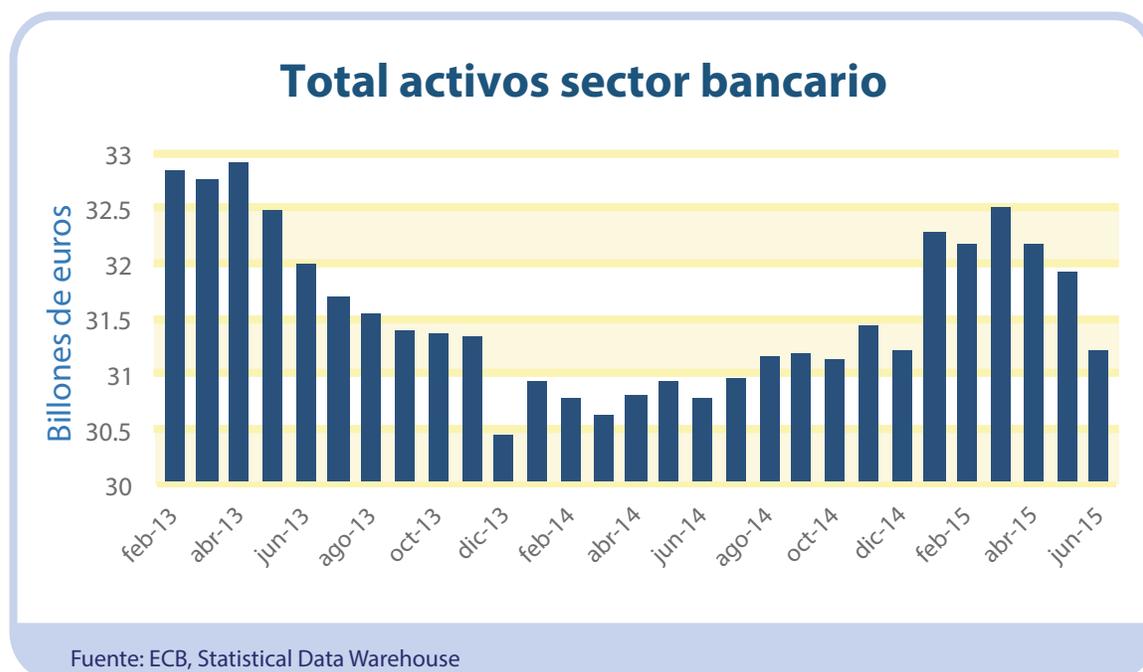
En el segundo trimestre del 2015, los agregados monetarios vuelven a crecer a tasas más modestas y los índices de precios se mantienen estables o decrecen. En los índices de precios bursátiles su precio también se ha visto afectado a la baja por la creciente inestabilidad política en Grecia y los movimientos bursátiles en los mercados orientales.

Crédito

1. Total del crédito extendido por el sistema financiero

Los intentos de reactivar el crédito por parte del Banco Central Europeo no están teniendo éxito. Durante todo el segundo trimestre del 2015, el crédito total ha caído, hasta volver a los niveles anteriores a la flexibilización cuantitativa. Desde el estallido de la crisis en el 2007, el crédito total ha estado estancado en niveles de entre 30 y 35 billones de euros. Hasta el momento, cualquier intento de reactivar el crédito ha fracasado.

- Crecimiento trimestral crédito (2T 2015): -3.95% (4.16% 1T 2015)
- Crecimiento anual crédito (junio 2015): 1.38% (-3.79% junio 2014)

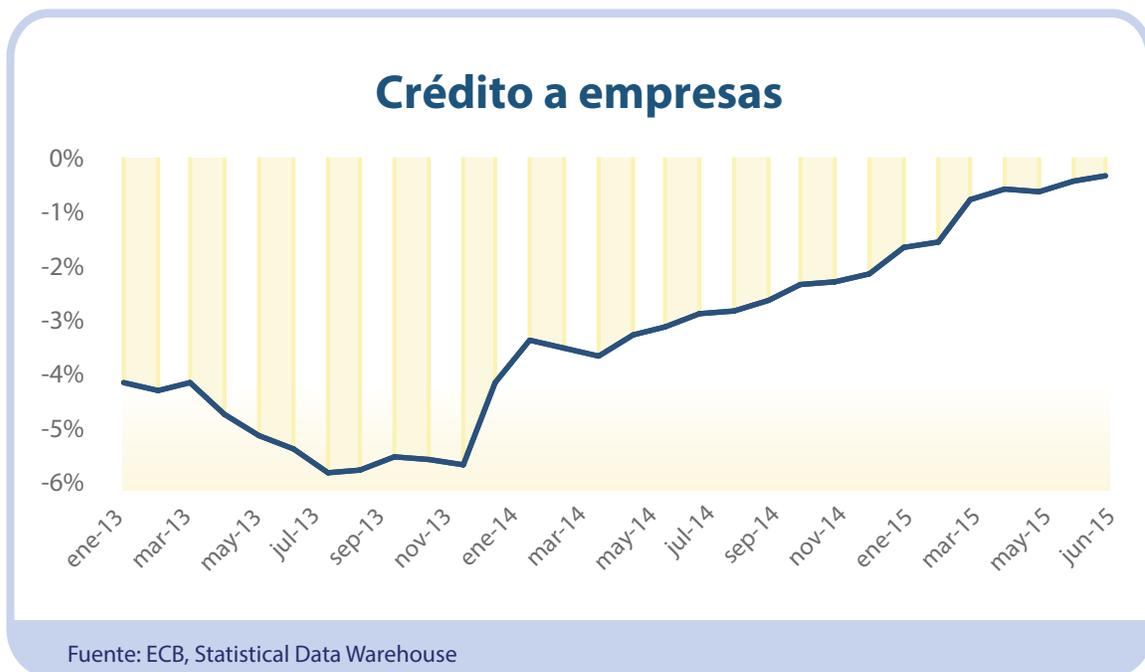


2. Crédito a las empresas

El crédito a las empresas sigue estancado. En datos anuales, vemos cómo todavía no se registran tasas positivas. Trimestralmente hubo un repunte en el primer trimestre del 2015, que se volvió a dar la vuelta y a ser negativo en el segundo trimestre.

A pesar de no despegar, el crédito al sector productivo ha logrado abandonar las enormes cifras negativas de finales del 2013 (cercanas al-6%).

- Crecimiento trimestral del crédito a las empresas (2T 2015): -0.19% (0.91% 1T 2015)
- Crecimiento anual del crédito a las empresas (junio 2015): -0.34% (-2.93% junio 2014)

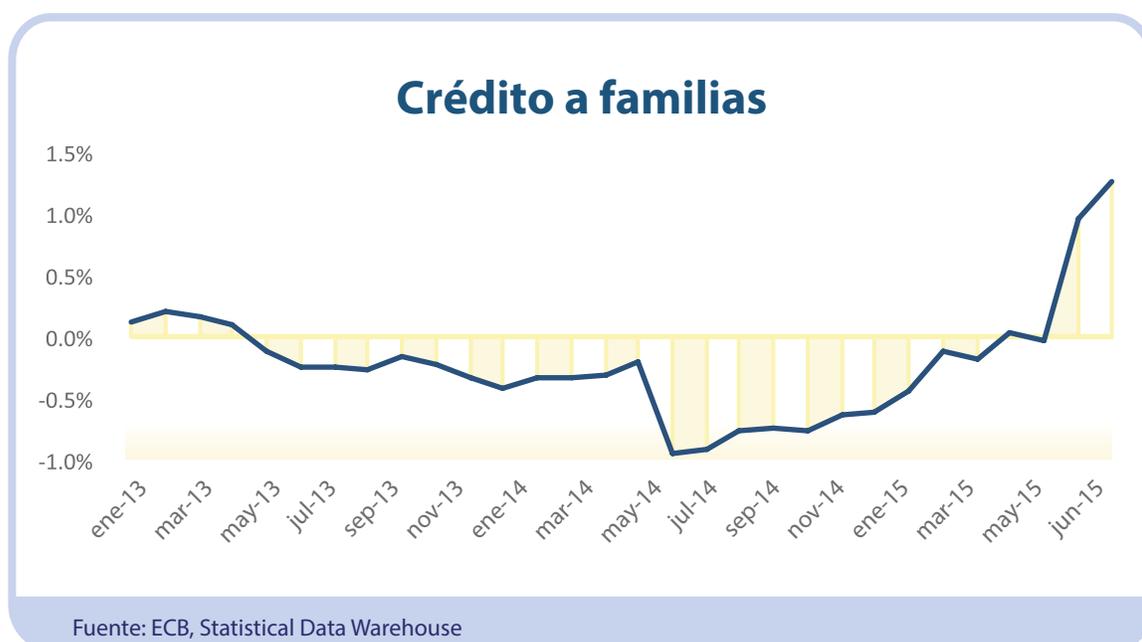


El crédito a las empresas está todavía en terreno negativo, con el índice de precios de producción negativo también. Aunque aún débil, como ya hemos visto, el crecimiento económico nos hace pensar que las empresas europeas son capaces de crear riqueza y empleo, incluso frente a duras condiciones exteriores.

3. Crédito a las familias

El crédito a las familias ha experimentado un gran incremento en los últimos meses. La dinamización del crédito empieza a sentirse especialmente en este rubro.

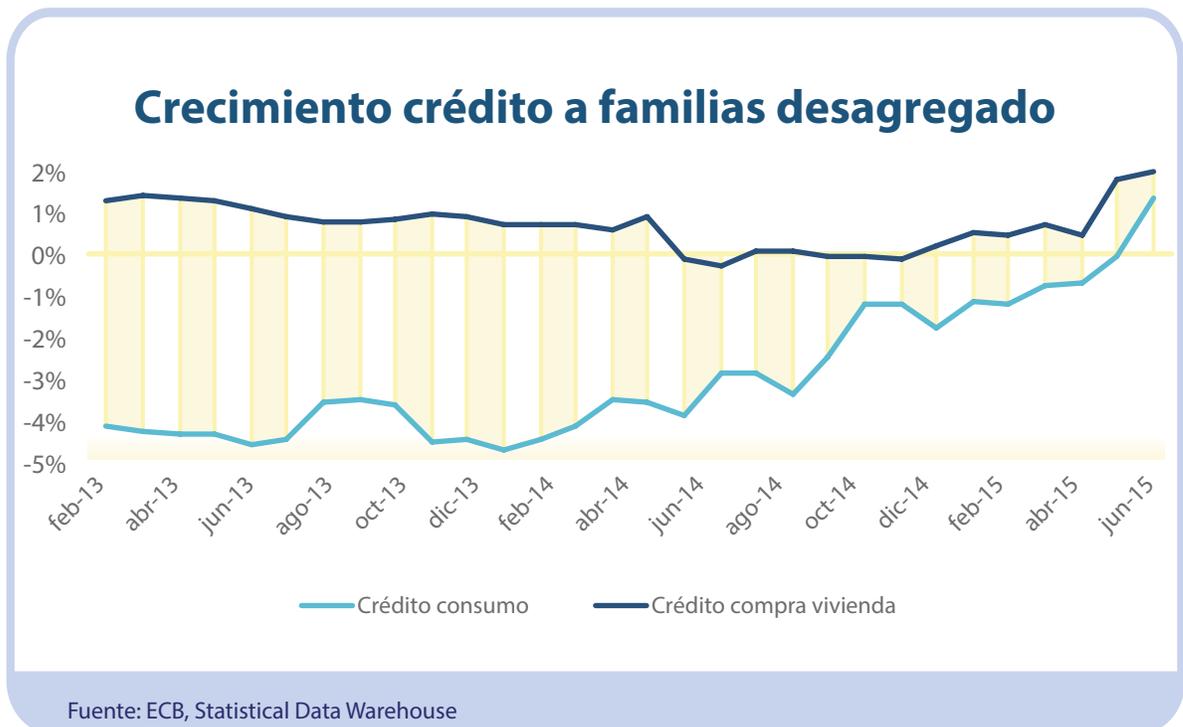
- Crecimiento trimestral crédito a las familias (2T 2015): 0.68% (0.35% 1T 2015)
- Crecimiento anual crédito a las familias (junio 2015): 1.26% (-0.91% junio 2014)



a- Distribución del crédito a las familias

En los últimos meses, se dispara el crédito al consumo tanto a la vivienda. El crédito al consumo venía con tasas negativas desde junio del 2011 hasta junio del 2015.

- Crecimiento anual crédito al consumo (junio 2015): 1.34% (-2.84% junio 2014)
- Crecimiento anual crédito a vivienda (junio 2015): 1.97% (-0.29% junio 2014)

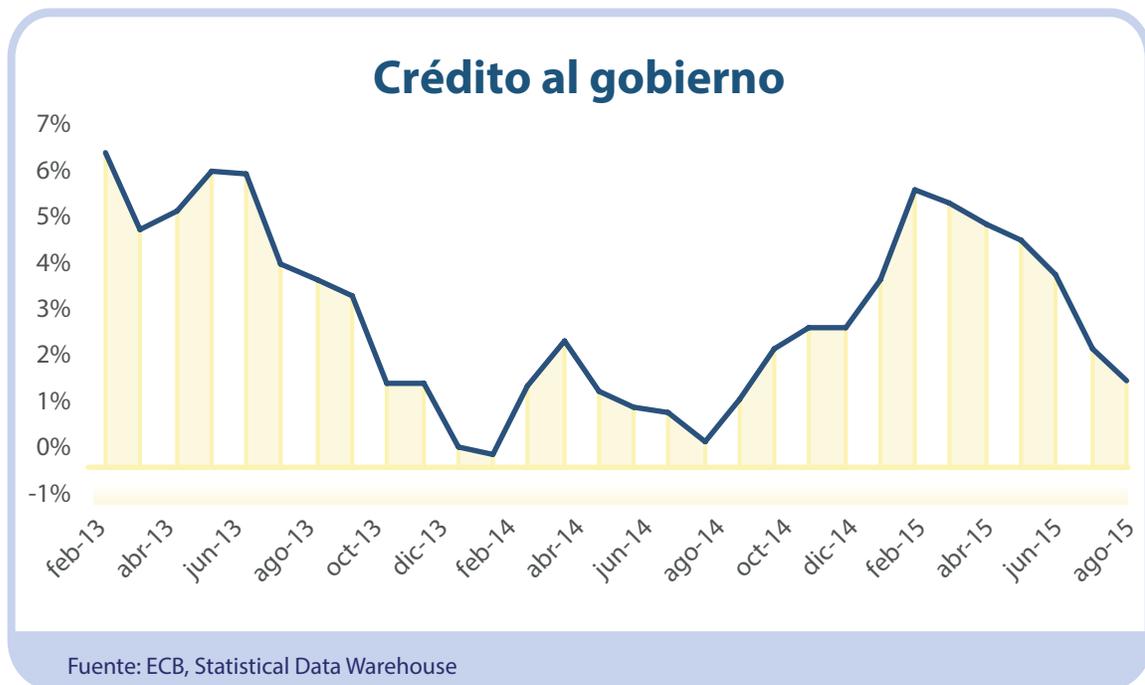


El rubro del crédito a las familias es el único en que puede observarse cierta dinamización del crédito en la economía europea. Parte de ello puede obedecer a la flexibilización cuantitativa del BCE. Otra causa importante sería el “efecto expulsión negativo”; esto es: ante tasas negativas de crecimiento en el crédito al sector público, el sector bancario vuelve a prestar a otros agentes económicos.

4. Crédito al gobierno

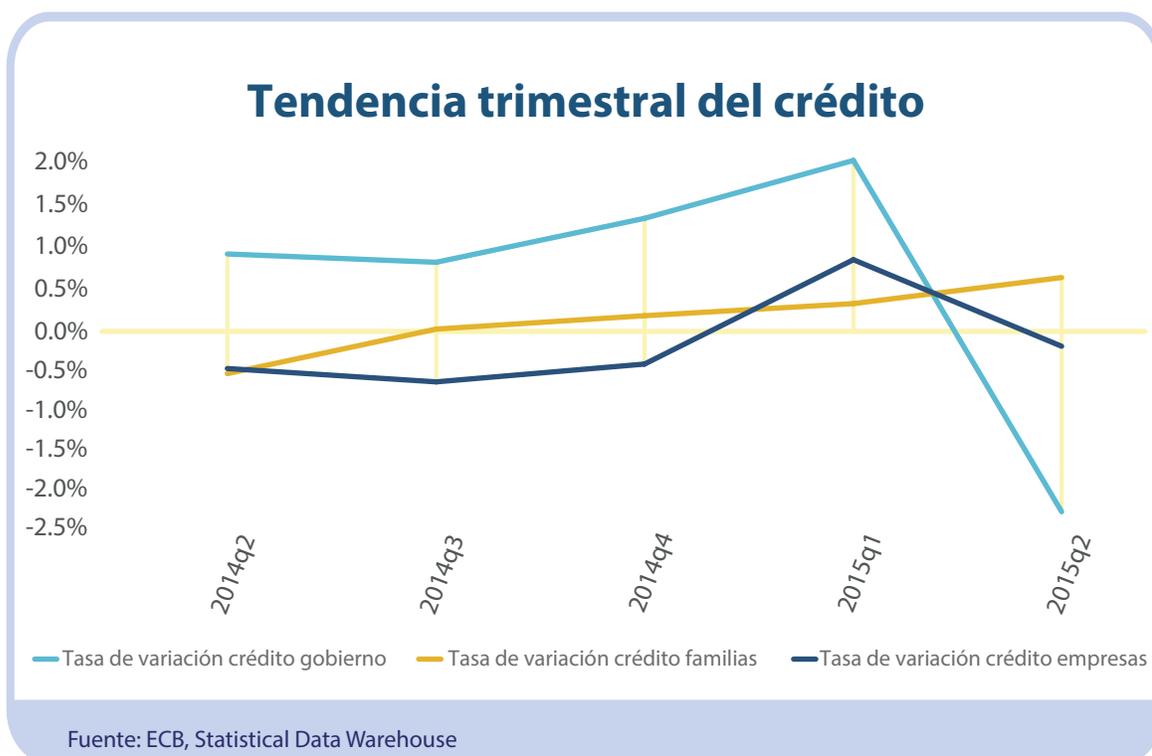
El crédito al gobierno es un rubro que rara vez cae; este trimestre no es una excepción. Sí podemos observar, no obstante, una desaceleración puntual en los últimos meses.

- Crecimiento trimestral del crédito al gobierno (2T 2015): -2.29% (2.16% 1T 2015)
- Crecimiento anual del crédito al gobierno (junio 2015): 2.15% (0.66% junio 2014)



5. Tendencias en la extensión del crédito

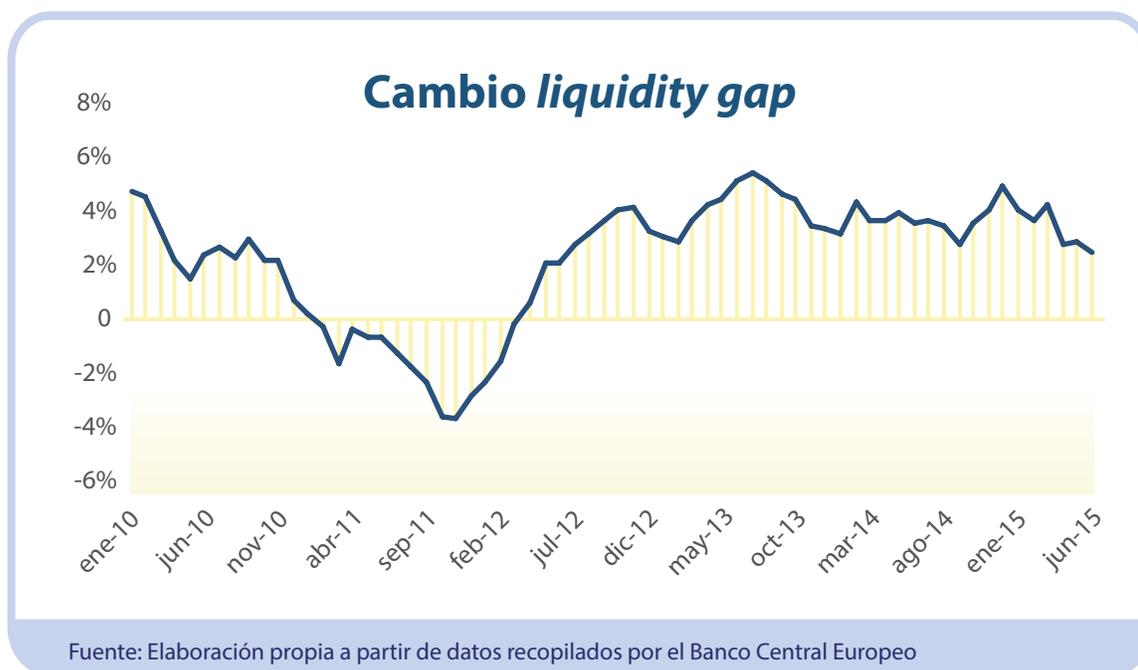
La importante bajada en el último trimestre del crédito al gobierno podría haber liberado recursos para que se otorgue crédito al sector privado. Este crédito, que se habría liberado del *crowding out*, se utiliza para otorgar crédito a las familias. El crédito a las empresas disminuye, posiblemente por el efecto pernicioso de la inestabilidad política, derivada de la situación griega. Trimestralmente, se contrajo el crédito al sector productivo y, en términos interanuales, la cifra sigue siendo negativa; sin embargo, el cambio anual está cada vez más cercano a mostrar cifras positivas.

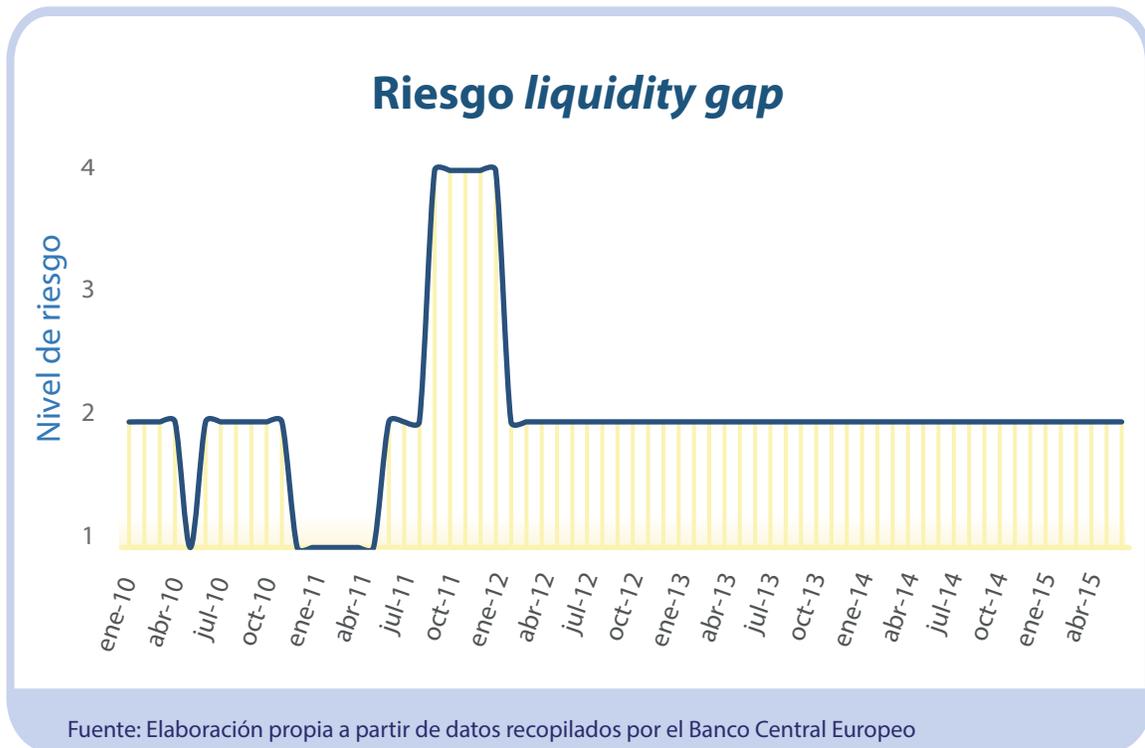


Composición cualitativa del crédito

1. *Liquidity gap*

El sector financiero europeo todavía está descalzando plazos; esto es: aún no liquida posiciones largas ni intenta ganar liquidez por el lado del pasivo. La cuantía del descalce viene decreciendo en los últimos meses, aunque es muy pronto para saber si es el inicio de una fase de liquidación. A pesar del nerviosismo derivado del sector bursátil, no parece que la economía real vaya a sufrir un *shock* crediticio, al menos no a corto plazo.





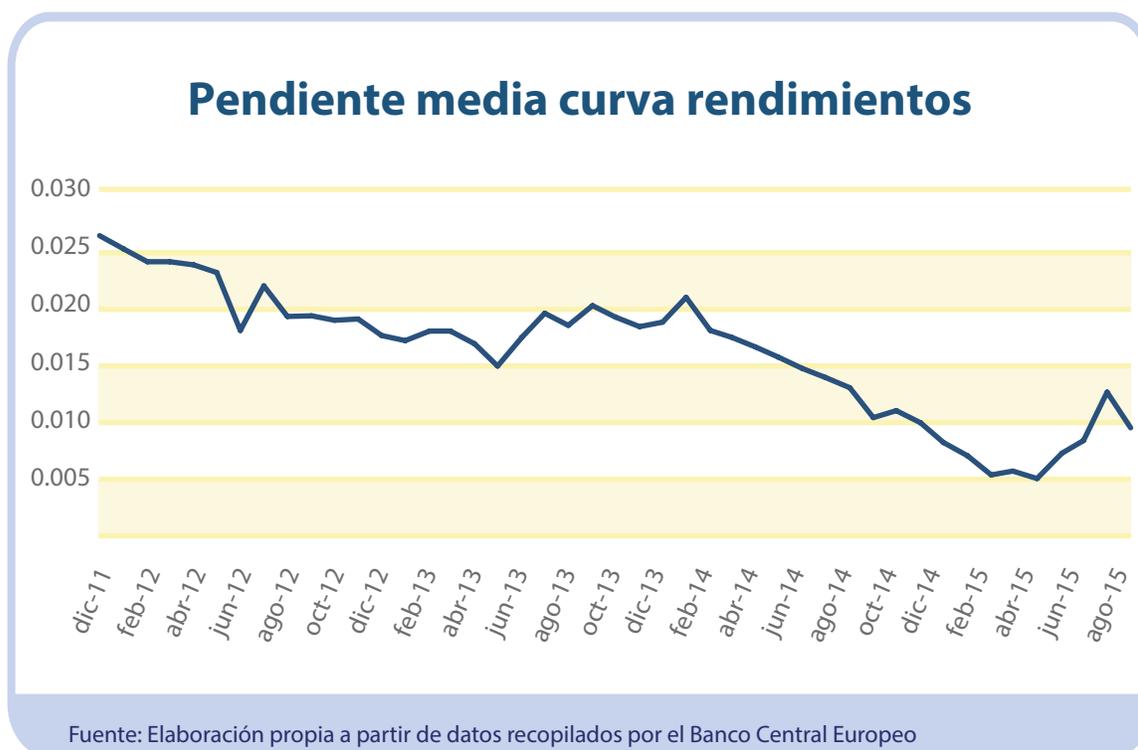
El nivel de riesgo se mantiene estable en 2; esto es, en riesgo creciente. No esperamos liquidaciones bancarias ni restricciones graves de crédito a corto plazo.

2. Indicadores del descalce de plazos

El descalce de plazos puede ser ejecutado por otros agentes económicos que no sean bancos; con esta serie de indicadores se pretende medir la cuantía del descalce centrándose en la curva de tipos.

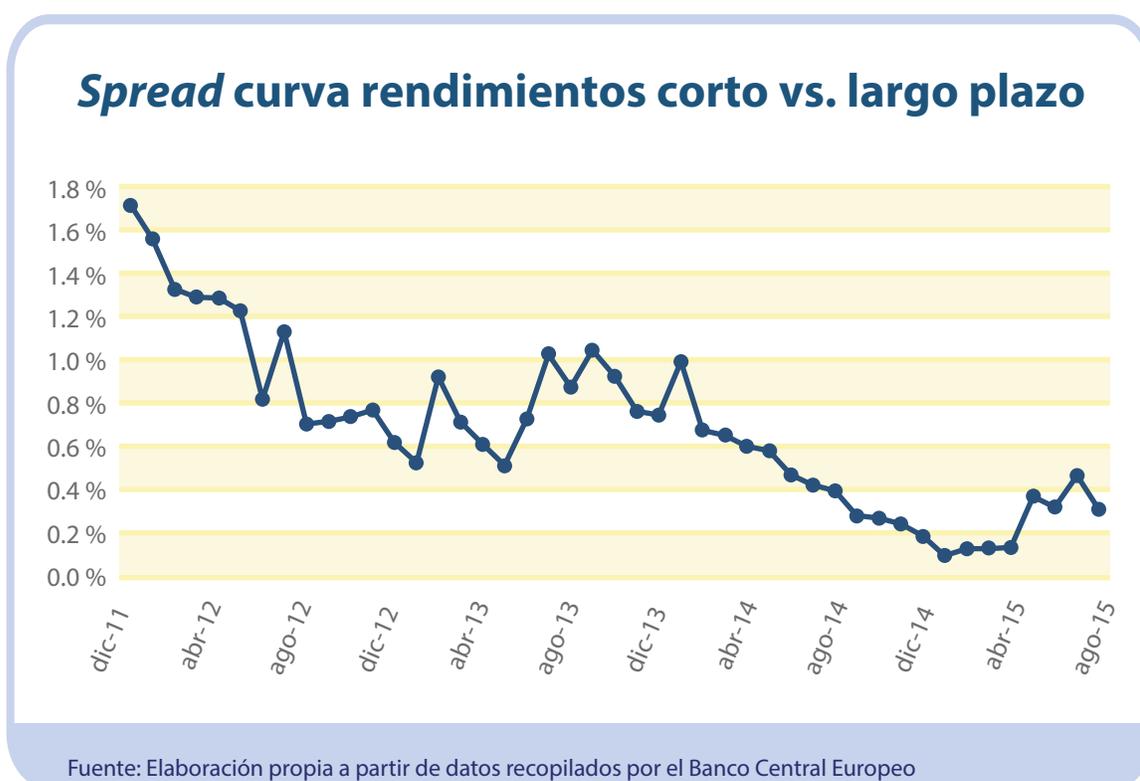
a- Pendiente media de la curva de rendimientos

La pendiente de la curva de rendimientos muestra cierto repunte en el segundo cuarto del 2015. El aumento de los tipos negativos a corto plazo y el crecimiento de los tipos a largo plazo explican este movimiento.



b- Spread de la curva de rendimientos

El *spread* de la curva de rendimientos muestra un comportamiento muy parecido al de la pendiente de la curva, con repunte en el segundo trimestre, que vuelve a corregirse en agosto.



3. Tendencias en la composición cualitativa del crédito

La ligera subida de tipos a largo plazo podría estar manifestando el principio de la salida de la crisis y el inicio de una fuerte demanda de crédito por mejoramiento de los fundamentales. Aún es pronto para afirmar que este movimiento sea definitivo, puesto que después del tímido repunte del tipo a largo plazo, este vuelve a desplomarse en agosto.

El sector financiero continúa descalzando plazos a un ritmo decreciente. Desde el último episodio de crisis en el 2012, viene efectuando el descalce principalmente en deuda pública, por lo que no es probable que esto termine afectando al sector productivo a largo plazo.

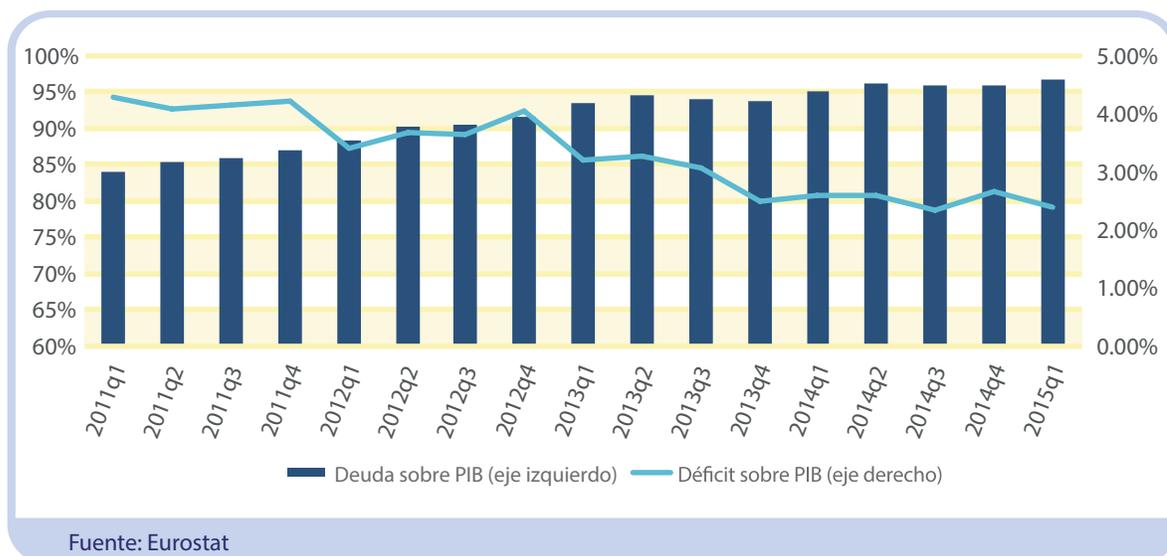
La ingente acumulación de deuda pública y el descalce efectuado por la banca tendrán efecto en una transferencia de riqueza de los contribuyentes al sector bancario. Esto puede afectar al sector productivo, si es que se le carga en exceso con impuestos. La estructura productiva no ha sido fundamentalmente afectada.

Fiscalidad

1. Déficit y deuda sobre el PIB

El déficit público se encuentra por fin bajo control en la eurozona, cumpliendo con el objetivo de déficit fijado en el 3% desde el cuarto trimestre del 2013. La deuda pública sobre el PIB está en niveles claramente superiores al 60% pactado en los criterios de convergencia.

- Déficit sobre PIB (1T 2015): 2.38% (2.65% 4T 2014)
- Deuda sobre PIB (1T 2015): 96.84% (95.81% 4T 2014)



2. Déficit y deuda sobre los ingresos fiscales

El déficit sobre ingresos fiscales se mueve desde niveles superiores al 9% en el 2011, hasta situarse en un nivel inferior al 5% en el primer trimestre del 2015. La deuda pública casi alcanza el 200% de los ingresos fiscales en el primer trimestre del 2015, aunque viene incrementándose de forma muy moderada desde el 2013, en parte por la disminución del déficit y en parte por el aumento de la recaudación fiscal.

- Déficit sobre ingresos fiscales (1T 2015): 4.9% (5.4% 4T 2014)
- Deuda sobre ingresos fiscales (1T 2015): 197.8% (195.6% 4T 2014)



3. Tendencias de la fiscalidad

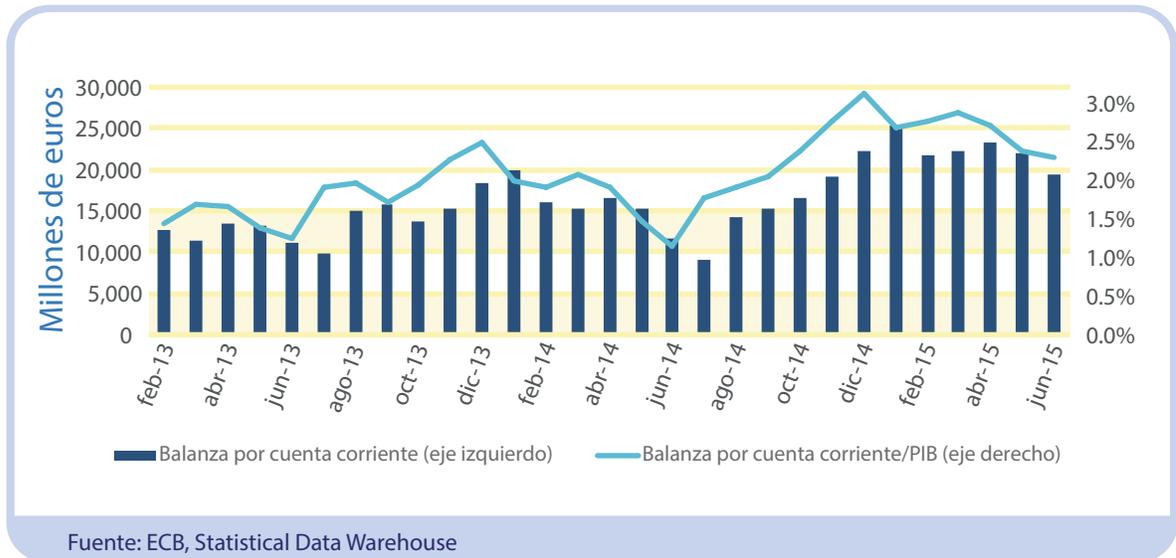
Aunque con grandes diferencias entre ellos, los países europeos empiezan a controlar el déficit público. Esto, unido a un ingente y creciente superávit comercial, debería actuar como soporte del euro en su posición en los mercados de divisas, y como importante contrapeso de otros factores depreciatorios. Una variable que ejerce una influencia decisiva en el efecto depreciatorio del euro es la incertidumbre política, creciente en los últimos meses, sobre todo por el problema griego.

Balanza de pagos

1. Balanza por cuenta corriente

La balanza por cuenta corriente sigue mostrando un importante superávit. Este superávit se ralentiza ligeramente en los últimos meses. A pesar de ello, es muy superior al observado el año anterior.

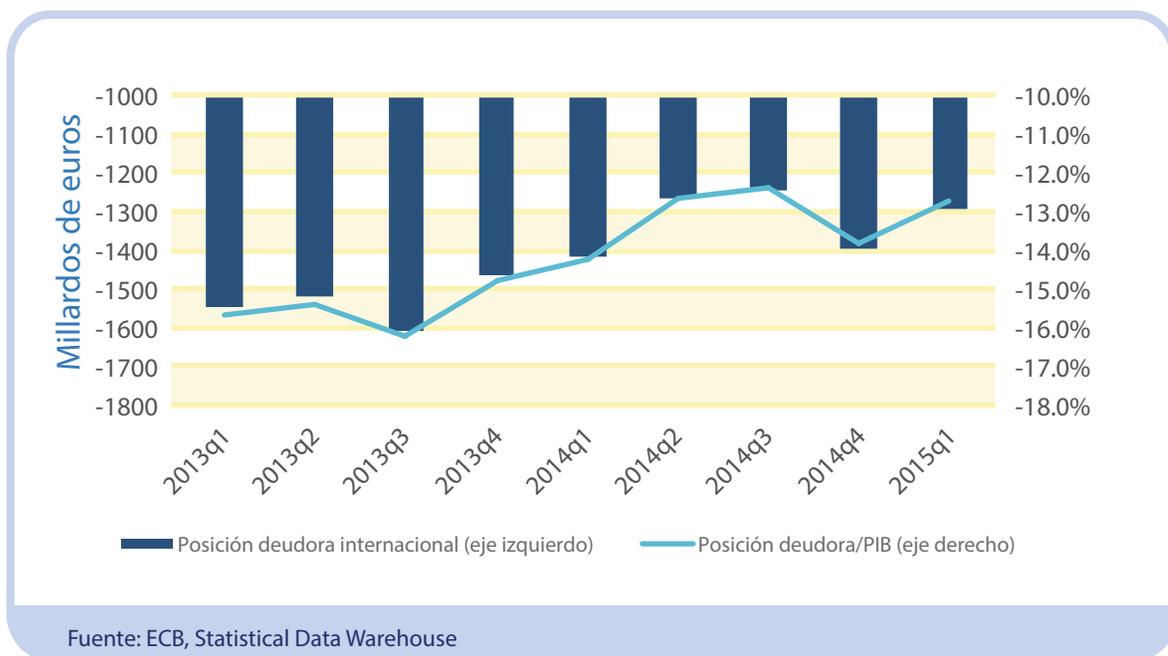
- Superávit cuenta corriente/PIB (2T 2015): 2.45% (2.76% 1T 2015)



2. Posición financiera internacional

La posición financiera internacional sigue siendo netamente deudora, aunque la cifra se reduce. Ante la acumulación de superávits comerciales, la eurozona continúa con su desapalancamiento con el resto del mundo.

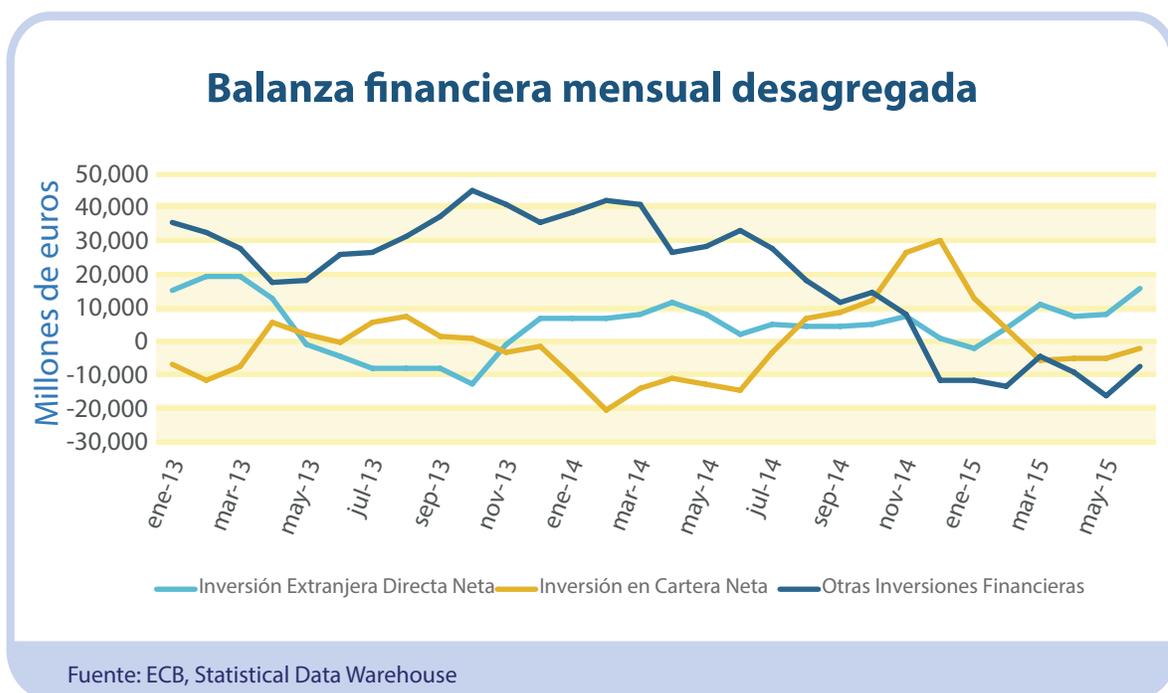
- Posición financiera internacional/PIB (1T 2015): -12.7% (-13.8% 4T 2014)



3. Balanza financiera

La inversión extranjera directa de los europeos en el exterior crece con fuerza en los últimos trimestres, al mismo tiempo que disminuye ligeramente tanto la inversión en cartera como las inversiones más líquidas en el exterior.

A diferencia de lo que venía ocurriendo hasta ahora, desde inicios del 2015 los superávits comerciales tienden a consolidarse en inversiones permanentes en el extranjero.



Notas metodológicas

1. *Liquidity gap*

Se propone el indicador *liquidity gap* como forma de medir el descalce de plazos provocado por la intermediación financiera.

$$Liquidity\ gap = \frac{\text{Pasivos a corto plazo} / \text{Pasivos a largo plazo}}{\text{Activos a corto plazo} / \text{Activos a largo plazo}}$$

El *liquidity gap* mide el descalce de plazos provocado por la intermediación financiera. Se muestra la relación entre las proporciones de los pasivos a corto plazo y pasivos a largo plazo y de activos a corto plazo en función de los activos de largo plazo.

En ausencia de descalce de plazos, esperamos que nuestro indicador cobre un valor cercano a 1. Esto indicaría que las salidas de caja comprometidas a corto plazo se compensan con entradas de caja, también a corto plazo. En otras palabras: los activos a largo plazo son financiados con pasivos a largo plazo.

Que el *liquidity gap* disminuye de forma abrupta significa que se está produciendo una crisis de liquidez en el sistema. Anticipamos estas crisis de liquidez, junto con la reversión de la curva de tipos, como la antesala de la crisis económica y la subsiguiente depresión.

Nuestro indicador nos mostrará cuatro posibles resultados: riesgo bajo, donde el *liquidity gap* se mantiene estable; riesgo medio o creciente, que sería una situación en la que el *liquidity gap* aumenta; riesgo medio-alto, donde el *liquidity gap* disminuye de forma notoria; y riesgo muy alto, donde el *liquidity gap* disminuye de forma abrupta y además sostenida. De forma que la situación queda así:

<i>Risk Value</i>	Estado
1	Se mantiene descalce
2	Descalce creciente
3	Inicio fase liquidación
4	Consolidación fase liquidación

Cuando la consolidación de la fase de liquidación de activos financieros comienza, la liquidación de activos reales normalmente no tarda en ocurrir.

2. Indicadores de la curva de rendimiento

a- Pendiente media de la curva de rendimiento

Calculamos la pendiente de la curva de rendimientos, tomando en cuenta toda la curva de rendimientos y no solo dos puntos aislados. Cuando el indicador se acerca a 0 la posibilidad de seguir arbitrando la curva desaparece.

b- *Spread corto vs. largo plazo*

Aquí el indicador mide la diferencia de interés entre el tipo de interés de 5 años y el de 3 meses, en ambos casos el tipo de interés libre de riesgo. Cuando el indicador se acerca a 0, la posibilidad de seguir arbitrando la curva desaparece.

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.