



INFORME PRIMER TRIMESTRE

EUROZONA

El principal peligro para la economía europea es el Banco Central Europeo

ENERO - MARZO 2016

Autor: Daniel Fernández Méndez

Asistente de investigación: Daniel Cifuentes R.

trends.ufm.edu

2016 EUR T1

INDICADORES CICLO ECONÓMICO EUROZONA

INDICADOR	COMENTARIOS	INDICADOR	COMENTARIOS
Posición liquidez sistema financiero	No hay degradación de liquidez	Empleo	Aumento sostenido empleo
Posición liquidez familias	Disminución endeudamiento. Incremento renta mayor a incremento gasto	Beneficios empresariales	Crecientes
Posición liquidez empresas	Posición líquida. Ligera disminución endeudamiento. Incremento beneficios.	Precios	Estancamiento, tendencia deflacionaria
Volumen crédito	¿Fase final depresión? Cambio composición	Tipos de interés	Mínimos. Tipos negativos por BCE. Poca demanda de crédito.
Cantidad dinero	Aumenta por QE, no por recuperación económica.	Curva de tipos	Spread positivo. No hay problemas de liquidez en la economía
Coficiente reservas	Aumentan por QE, no por depresión económica	Spread riesgos	TED Spread crece ligeramente, muy lejos de nivel preocupante
Actividad económica	Lejos potencial, crecimiento bajo pero sostenido	Déficit público	Disminución sostenida déficits. Actualmente dentro de criterio Maastricht
Demanda consumo cíclico	Aumento fuerte registro vehiculos y permisos construcción vivienda	Situación general	Fase final recesión/inicio recuperación. Peligro por situación internacional



Actividad económica y empleo

1. Actividad económica

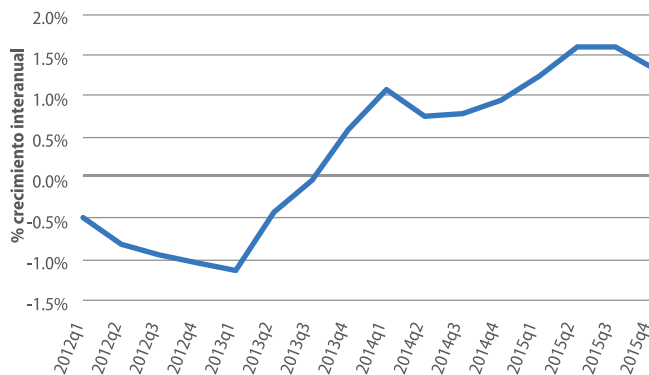
a. PIB

La actividad económica en la eurozona se desacelera por tercer trimestre consecutivo. Sin embargo, el crecimiento económico se mantiene todavía por encima del 1% de forma sostenida. El PIB muestra crecimientos positivos durante 10 trimestres consecutivos. Los datos trimestrales son muy pobres, con apenas un 0.4% de crecimiento.

- Crecimiento PIB trimestral (4Q 15): 0.4% (1.2% 3Q 15)
- Crecimiento PIB anual (4Q 15): 1.3% (1.0% 4Q 14)

Gráfica 1

Crecimiento anual PIB



Fuente: Eurostat.

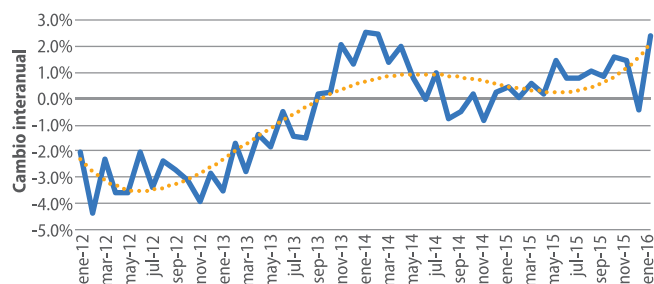
b. Índice de producción industrial

El índice de producción industrial nos muestra otra realidad. La actividad económica se acelera durante 2015 y empieza 2016 con un incremento superior al 2%.

- Crecimiento IPI anual (enero 2016): 2.41% (0.43% enero 2015)

Gráfica 2

Índice de producción industrial



Fuente: ECB Statistical Data Warehouse.

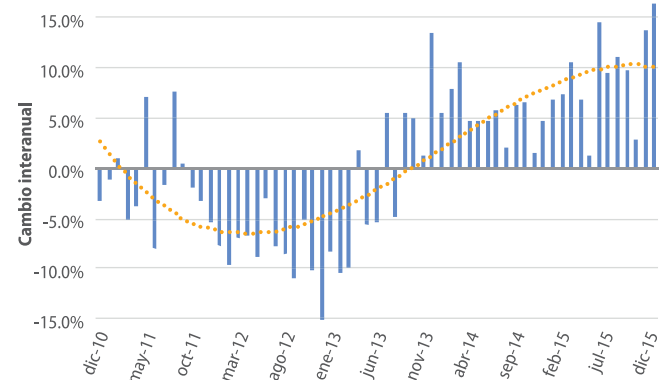
c. Demanda de sectores cíclicos

En recuperaciones económicas, los sectores que más repuntan son los que tienen una demanda cíclica. En el caso de la eurozona, tanto los nuevos vehículos como los permisos de construcción de nueva vivienda crecen con fuerza.

- El registro de vehículos es positivo desde septiembre de 2013 y los permisos de vivienda desde junio de 2015.
- Crecimiento registro vehículos (diciembre 2015): 16.5% (4.8% diciembre 2014)
- Crecimiento permisos nueva vivienda (diciembre 2015): 13.6% (-1.3% diciembre 2014)

Gráfica 3

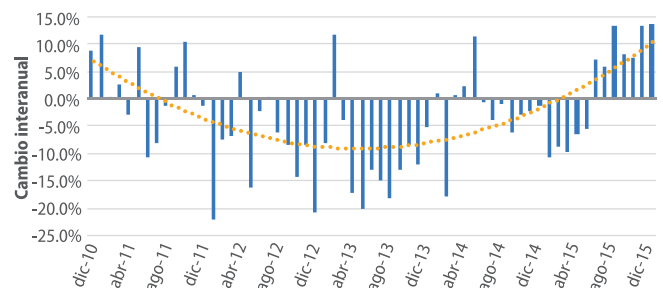
Registro nuevos vehículos



Fuente: European Automobile Manufacturers Association.

Gráfica 4

Permisos nueva vivienda



Fuente: Eurostat.

2. Empleo

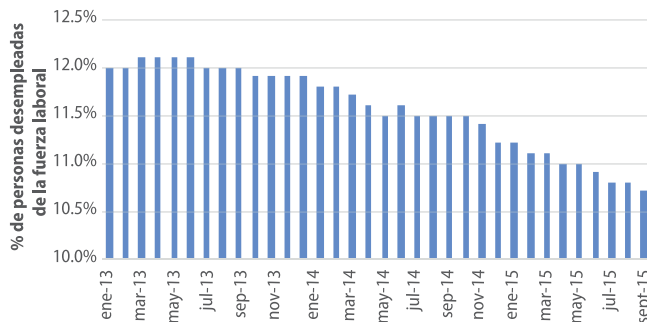
a. Desempleo

El desempleo continúa marcando mínimos. Actualmente, el desempleo es del 10.3%, con marcada tendencia negativa. La tasa de desempleo es la mínima desde agosto de 2011.

- Cambio anual desempleo (febrero 16): -0.9% (-0.6% febrero 15)

Gráfica 5

Desempleo



Fuente: Eurostat.

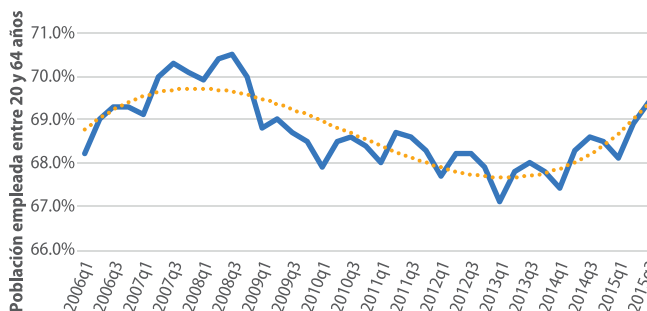
b. Tasa de empleo

La tasa de ocupación sigue creciendo y vuelve a niveles pre-crisis. La línea de tendencia se vuelve claramente positiva desde que toca fondo a inicios de 2013.

- Cambio anual tasa empleo (3Q 15): 0.8% (0.6% 4Q 14)

Gráfica 6

Tasa de empleo



Fuente: Eurostat.

3. Tendencias en actividad económica y empleo

La eurozona se encuentra lejos de un sano crecimiento y muy por debajo de su potencial. El débil crecimiento del último trimestre se debe principalmente a Francia e Italia, con un crecimiento por debajo de lo esperado, y a Grecia, que vuelve a entrar en recesión económica. La mayor contribución positiva fue la de la economía española.

La producción industrial crece a buen ritmo a pesar de la disminución de los precios industriales. La demanda de sectores cíclicos aumenta y el desempleo disminuye sostenidamente.

Inflación y precios

1. Agregados monetarios

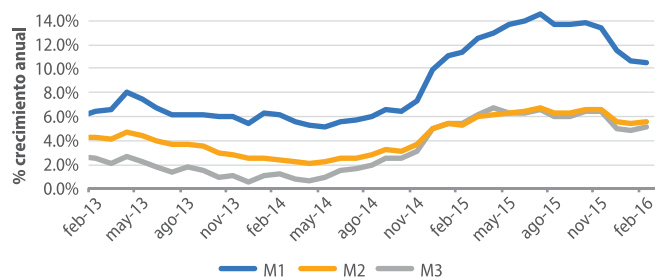
a. M1 M2 M3

Los efectos del *Quantitative Easing* del Banco Central Europeo todavía se notan en el crecimiento de los agregados monetarios, sin embargo, el "impulso monetario" va perdiendo fuerza a pesar de los continuos esfuerzos del Banco Central Europeo por acelerarlos.

- Crecimiento anual M1 (febrero 16): 10.5% (11.4% febrero 16)
- Crecimiento anual M2 (febrero 16): 5.6% (5.3% febrero 16)
- Crecimiento anual M3 (febrero 16): 5.1% (5.4% febrero 16)

Gráfica 7

Crecimiento agregados monetarios



Fuente: ECB Statistical Data Warehouse.

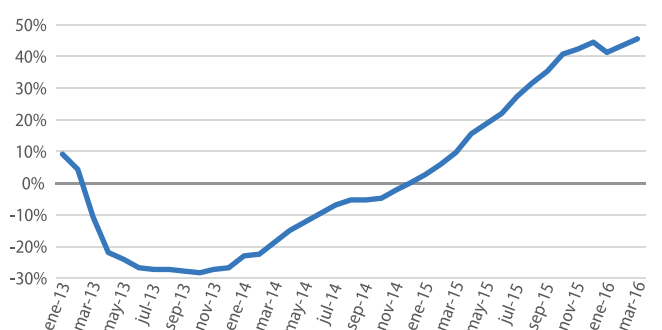
b. Base monetaria

Desde que se iniciara el *Quantitative Easing*, la base monetaria crece a sorprendentes ritmos anuales de casi un 50%. Esto crea un exceso de reservas en el sistema bancario.

- Crecimiento anual base monetaria (marzo 16): 45.4% (9.5% marzo 15)

Gráfica 8

Crecimiento base monetaria



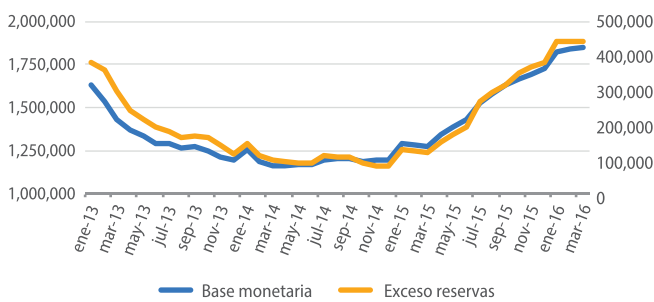
Fuente: ECB Statistical Data Warehouse.

c. Exceso de reservas

El aumento de base monetaria está directamente correlacionado con el exceso de reservas que el sistema bancario deposita en el Banco Central. Sólo el sistema bancario y los Estados pueden tener un depósito en el Banco Central Europeo, por lo que si existe una expansión monetaria (vía QE), el sistema bancario no tiene forma de deshacerse de ellas. Nótese que los bancos no prestan estas reservas, sino que prestan sus propios pasivos monetarios. Es decir, el exceso de reservas no viene determinado por los bancos, sino por la política monetaria.

Gráfica 9

Base monetaria y exceso de reservas



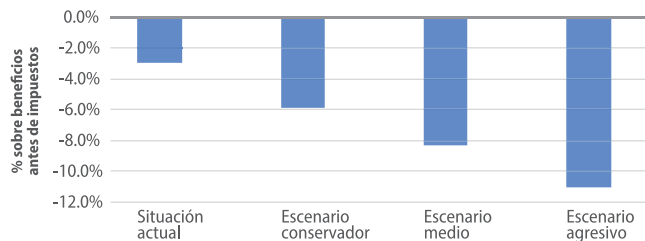
Fuente: ECB Statistical Data Warehouse.

i. Exceso de reservas y tipos de interés negativos

En el pasado, el exceso de reservas no suponía un problema para el sistema financiero. Actualmente, el Banco Central Europeo cobra por mantener exceso de reservas. Esto está imponiendo unos costes financieros importantes a los bancos de la eurozona que podrían afectar a su propia estabilidad.

Gráfica 10

Estimación costes al sector privado derivados política monetaria



Fuente: Elaboración propia a partir de datos obtenidos en BCE. Todos los escenarios son simulaciones a un año.

Situación actual: depósitos en BCE: -0.4%. Exceso de reservas actual.

Escenario conservador: interés: -0.4%. Exceso de reservas crece a un ritmo un 33% superior (compras bonos 80bn).

Escenario medio: interés: -0.5%. Exceso de reservas crece a un ritmo un 66% superior (compras bonos 100bn).

Escenario agresivo: interés: -0.6%. Exceso de reservas crece a un ritmo un 100% superior (compras bonos 120bn).

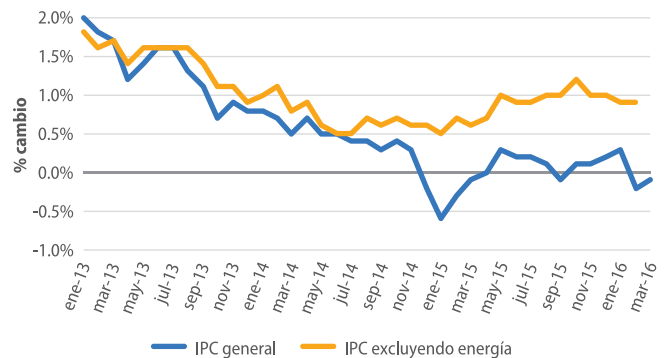
2. Índice de precios al consumidor

Uno de los grandes fracasos del Banco Central Europeo hasta la fecha es su incapacidad para generar inflación a pesar del incremento en los agregados monetarios. El índice de precios al consumidor vuelve a terreno negativo y, si excluimos la energía, se encuentra en 0.9%. Ambas cifras están muy por debajo del objetivo de inflación del 2%.

- IPC general (marzo 16): -0.1% (-0.1% marzo 15)
- IPC excluyendo energía (febrero 16): 0.9% (0.7% febrero 15)

Gráfica 11

Índice de precios al consumidor



Fuente: ECB Statistical Data Warehouse.

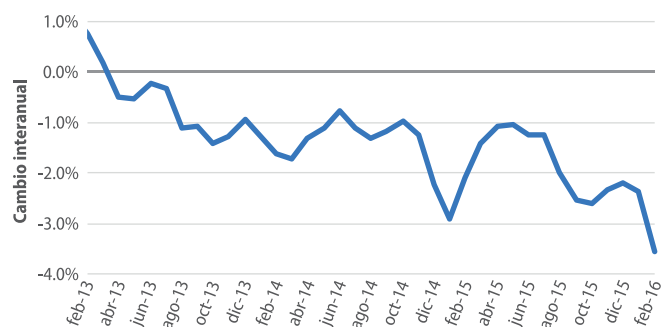
3. Índice de precios de producción

Los precios de producción en la eurozona profundizan en su caída, llegando a superar ampliamente el 3% en términos anuales. Del hecho de que aumente la producción industrial con una caída generalizada de precios industriales nos hace inferir que la productividad en la eurozona crece a ritmos acelerados.

- Índice de precios de producción (febrero 16): -3.6% (-2.1% febrero 15)

Gráfica 12

Índice de precios de producción



Fuente: Eurostat.

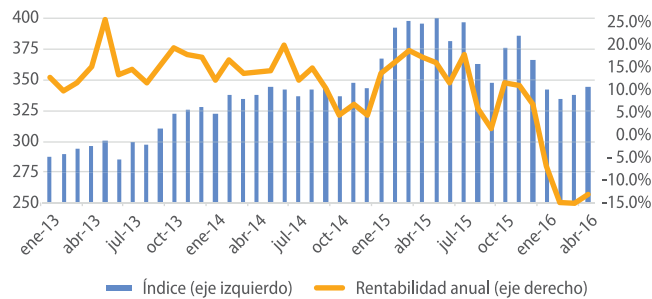
4. Índice de precios bursátiles

El Banco Central Europeo tampoco ha sido capaz de alcanzar otro de sus objetivos, el de incrementar los precios bursátiles. Las rentabilidades anuales no cambian en 2015 (cuando comienza el Quantitative Easing), y se hunden desde 2016. La situación internacional, especialmente los temores derivados de la situación china, tienen gran influencia en la caída de 2016.

- Crecimiento anual (enero 16 - abril 16): -5.9% (15.1% enero 15 - abril 15)
- Crecimiento interanual (abril 15 - abril 16): -13.1% (17.1% abril 14 - abril 15)¹

Gráfica 13

EuroStoxx 600



Fuente: Investing.com.

5. Tendencias en la evolución de precios

Tanto el *Quantitative Easing* como los tipos negativos no están consiguiendo aumentar los precios de consumo ni de producción. La política monetaria del BCE sólo está consiguiendo dañar a los bancos de la eurozona imponiéndoles unos costes crecientes y difíciles de soportar a largo plazo.

Crédito

1. Crédito total extendido por el sistema financiero

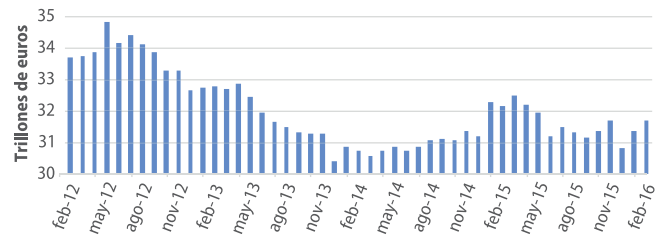
El desapalancamiento del sector financiero finaliza a principios de 2014. Desde entonces, tenemos un movimiento lateral. Los esfuerzos del Banco Central Europeo en esta rúbrica tampoco tienen éxito. Cuando inicia el *Quantitative Easing*, el crédito vuelve a aumentar transitoriamente. Desde mediados de 2015 seguimos con un movimiento lateral. El sector financiero no extiende nuevo crédito a pesar de los esfuerzos del Banco Central Europeo.

- Crecimiento trimestral crédito (3Q 15): -0.24% (-3.95% 2Q 15)
- Crecimiento anual crédito (octubre 15): 1.03% (-0.76% octubre 14)

¹ Los datos de abril de 2016 incluyen hasta el 14 de abril.

Gráfica 14

Total activos sector financiero



Fuente: ECB Statistical Data Warehouse.

2. Crédito a empresas

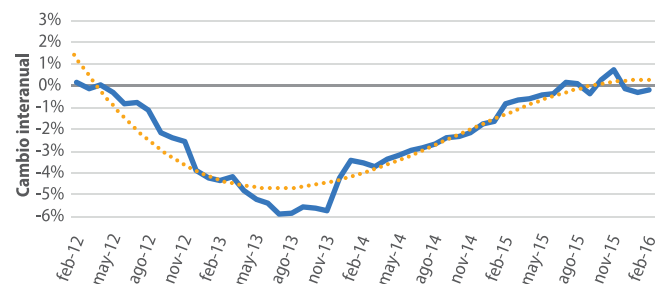
a. Crédito al sector productivo

El crédito a empresas se situó por primera vez en terreno positivo a finales de 2015, pero, una vez más, se vuelve a terreno negativo a principios de 2016. La tendencia de largo plazo sigue siendo a un aumento del crédito al sector productivo.

- Crecimiento anual crédito a empresas (febrero 16): -0.21% (-0.8% febrero 15)

Gráfica 15

Crédito a empresas



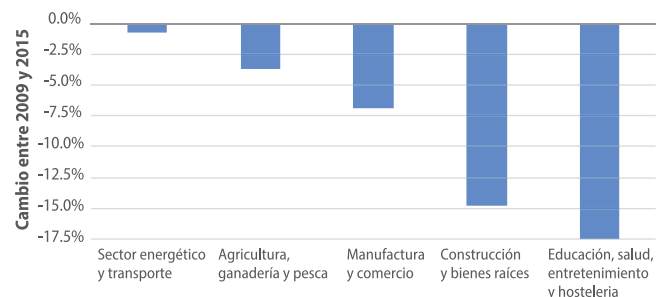
Fuente: ECB Statistical Data Warehouse

a. Desagregación crédito al sector productivo

Existe una importante redistribución en los flujos de crédito por sectores económicos. La composición del crédito ha cambiado conforme ha ido cambiando el sector productivo. Los sectores con una mayor restricción de crédito han sido la educación y salud y la construcción.

Gráfica 16

Cambio composición crédito a empresas



Fuente: Elaboración propia a partir de datos obtenidos en ECB Statistical Data Warehouse.

3. Crédito a familias

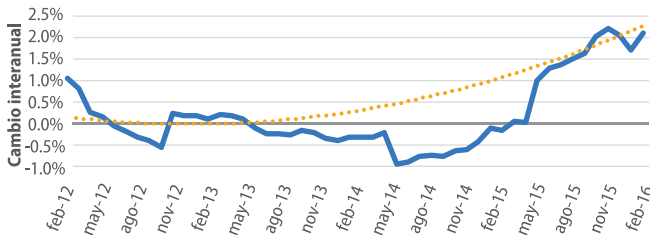
a. Total del crédito a familias

El crédito a familias no ha parado de crecer desde 2015, y la tendencia es creciente. Después de años de desapalancamiento, las familias empiezan a incrementar de nuevo su deuda.

- Crecimiento crédito a familias (febrero 16): 2.01% (-0.63% febrero 15)

Gráfica 17

Crédito a familias



Fuente: ECB Statistical Data Warehouse.

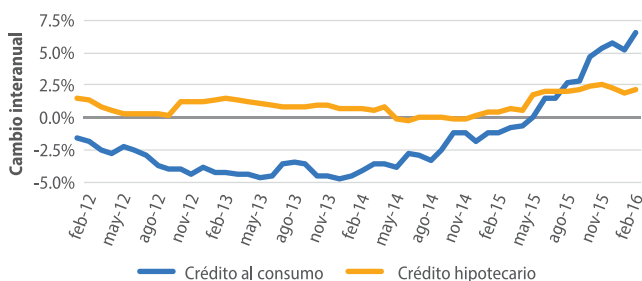
b. Desagregación de crédito a familias

Tanto el crédito al consumo como el crédito hipotecario se tornan positivos estructuralmente. La dinamización del crédito a familias es un síntoma de inicios de recuperación económica.

- Crecimiento crédito al consumo (febrero 16): 6.5% (-1.2% febrero 15)
- Crecimiento crédito hipotecario (febrero 16): 2.2% (0.5% febrero 15)

Gráfica 18

Crédito a familias desagregado



Fuente: ECB Statistical Data Warehouse.

4. Crédito al gobierno

La consolidación fiscal de los gobiernos de la eurozona provoca una disminución del crédito que el sector financiero extiende a los Estados. Los tipos negativos en deuda pública también incentivan la huida hacia otro tipo de activos.

- Crecimiento crédito al gobierno (febrero 16): -3.1% (6.0% febrero 15)

Gráfica 19

Crédito al gobierno



Fuente: ECB Statistical Data Warehouse.

5. Tendencias en la extensión de crédito

Los esfuerzos del Banco Central Europeo por reactivar el crédito en la eurozona han fracasado hasta el momento. La consolidación fiscal de los gobiernos de la eurozona, unida a los tipos de interés negativos, provoca una disminución del crédito al gobierno. Se produce un "efecto expulsión negativo". Aunque el crédito total no crece, el crédito al sector productivo y a familias sí crece, porque decrece el crédito al gobierno. Esto puede impulsar el crecimiento económico en los próximos trimestres.

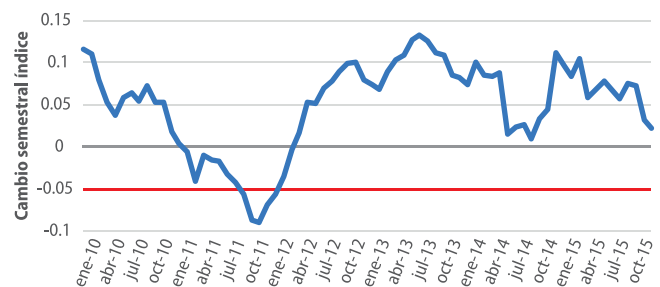
Composición cualitativa del crédito

1. Liquidity Gap sector financiero

El indicador de liquidez del sistema financiero muestra un riesgo bajo. No hay posibilidad de crisis financiera a corto plazo. Los intermediarios financieros se encuentran manteniendo su posición de liquidez. Por debajo de -0.05 consideramos el riesgo de liquidez alto, y el indicador se encuentra en 0.03.

Gráfica 20

Cambio *Liquidity Gap*



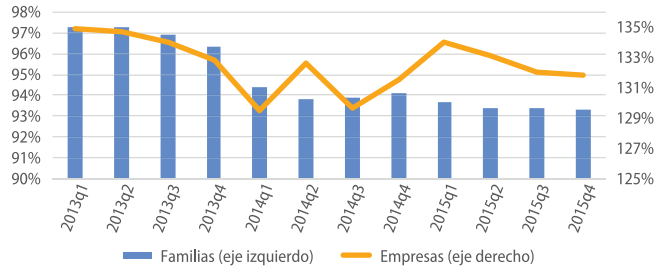
Fuente: Elaboración propia a partir de datos obtenidos en ECB Statistical Data Warehouse.

2. Posición de liquidez familias y empresas

Tanto familias como empresas disminuyen su endeudamiento mejorando su posición de liquidez. Especialmente marcado es el caso de las familias. Una menor deuda sobre ingresos mejora la calidad del demandante de crédito y la disponibilidad del acreedor a extender nuevo crédito.

Gráfica 21

Deuda sobre ingresos familias y empresas



Fuente: ECB Statistical Data Warehouse.

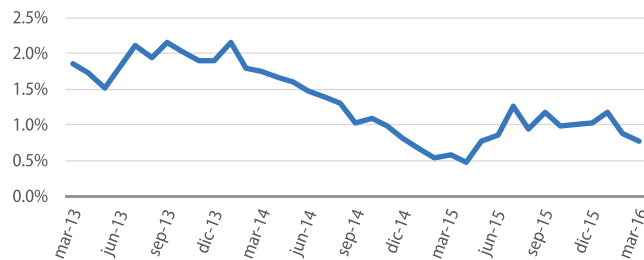
3. Descalce de plazos y riesgos

a. Spread curva rendimientos

El *spread* entre el bono a 3 meses y el bono a 10 es pequeño. Sin embargo, nos encontramos todavía lejos de una situación de crisis o estrés crediticio. No hay curva de rendimientos invertida y, por lo tanto, el riesgo de crisis a corto plazo es bajo.

Gráfica 22

Spread curva rendimientos



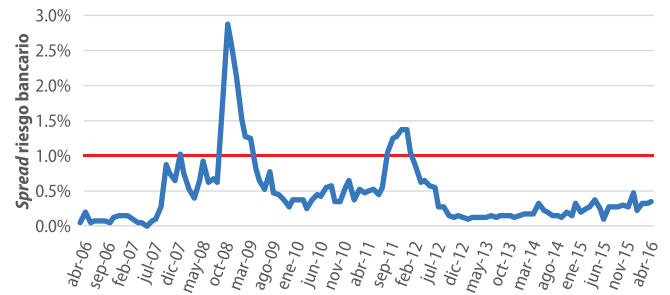
Fuente: Elaboración propia a partir de datos obtenidos en ECB Statistical Data Warehouse.

b. TED Spread

El TED *spread* mide el riesgo relativo del sector bancario al comparar su coste de financiamiento con el del "activo libre de riesgo". El TED *spread* ha aumentado ligeramente en los últimos meses. Sin embargo, nos encontramos muy lejos de la zona de riesgo.

Gráfica 23

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.

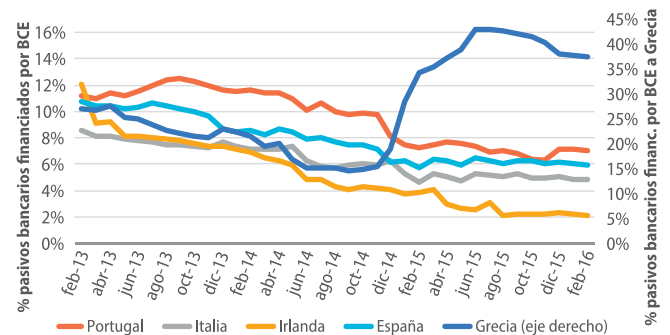
4. Financiamiento del Banco Central Europeo a sector financiero de países periféricos

La necesidad del sector bancario de acudir a los mecanismos de financiamiento más caros en el Banco Central es un claro indicativo de la salud del sistema financiero.

El riesgo de los países con mayores problemas ha ido decreciendo paulatinamente, con la excepción de Grecia. El país heleno seguía la misma trayectoria decreciente que el resto de países seleccionados hasta la entrada del nuevo gobierno populista en 2015. Sin embargo, actualmente, el riesgo de Grecia es muy alto, con más del 35% de sus pasivos financiados por el Banco Central Europeo.

Gráfica 24

Financiamiento BCE a países periféricos



Fuente: Elaboración propia a partir de datos obtenidos en ECB Statistical Data Warehouse.

5. Tendencias en la composición cualitativa del crédito

Ninguno de nuestros indicadores muestra signos que avisen de problemas en el sector financiero. El sector financiero mantiene sus posiciones de liquidez.

Familias y empresas se encuentran en situación de ejercer una demanda solvente de crédito.

El *spread* entre los tipos a corto y a largo plazo no hace pensar en una restricción del crédito a corto y medio plazo. Tampoco el *spread* de riesgo bancario (*TED spread*) se encuentra en niveles peligrosos.

La necesidad de financiación en el Banco Central Europeo de los bancos de la eurozona es decreciente, lo que indica una clara mejoría en el sector. La excepción a esto es Grecia, cuyo sector bancario tiene un riesgo muy alto.

Fiscalidad

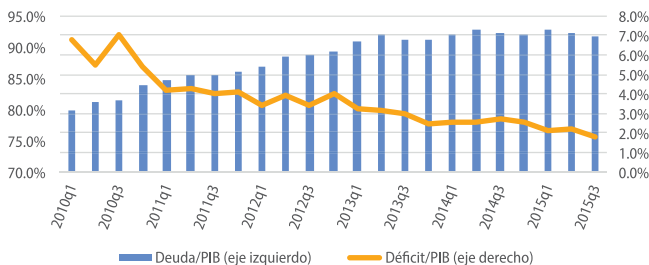
1. Déficit y deuda sobre el PIB

Tanto el déficit como la deuda se reducen. Los esfuerzos de los gobiernos de la eurozona finalmente consiguen acercarse a la consolidación fiscal. El déficit fiscal se coloca a niveles de 2008.

- Déficit sobre PIB (3Q 15): 1.8% (2.7% 3Q 14)
- Deuda sobre PIB (3Q 15): 91.6% (92.3% 3Q 14)

Gráfica 25

Deuda y déficit fiscal



Fuente: Eurostat.

Balanza de pagos

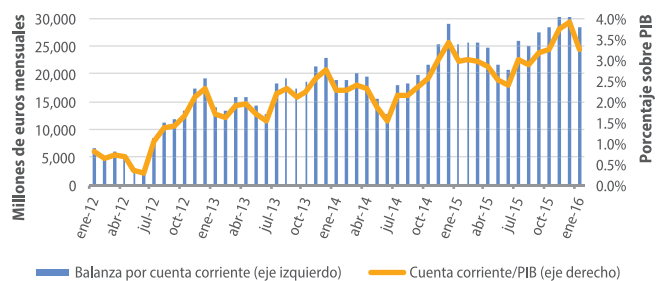
1. Balanza por cuenta corriente

Existe un amplio superávit estructural de más del 3% del PIB en la balanza por cuenta corriente. Los excesos de la burbuja de los 00s se están corrigiendo a buen ritmo.

- Superávit cuenta corriente/PIB (febrero 16): 3.2% (3.0% febrero 15)

Gráfica 26

Balanza por cuenta corriente



Fuente: ECB, Statistical Data Warehouse. Eurostat. Los datos de la balanza por cuenta corriente han sido suavizados utilizando una media móvil de 6 meses.

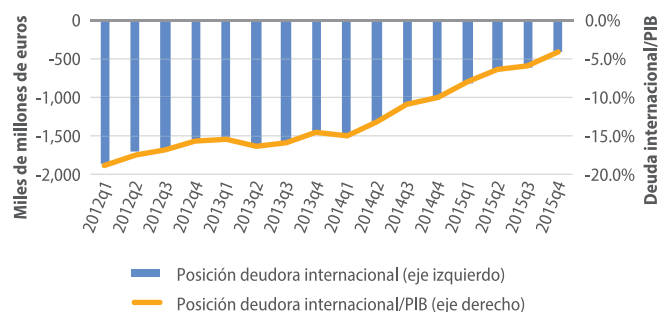
2. Posición financiera internacional

Los enormes superávits por cuenta corriente están permitiendo a la economía de la eurozona pagar las deudas contraídas en el pasado. Al ritmo actual, a finales de 2016 la economía europea tendrá una posición financiera internacional acreedora. Desde que se creara el euro, la economía europea nunca había tenido una posición financiera acreedora.

- Posición financiera internacional/PIB (4Q 15): 4.0% PIB (9.9% 4Q 14)

Gráfica 27

Posición financiera internacional



Fuente: ECB, Statistical Data Warehouse. Eurostat.

3. Tendencias en balanza de pagos

La economía de la eurozona ha cambiado los procesos productivos que le llevaron a endeudarse por encima de sus posibilidades en el pasado. Actualmente se encuentra creando riqueza y ahorro suficiente para disminuir las deudas contraídas en el pasado.

Estos movimientos tienden a compensar, en parte, la presión a la depreciación del euro por la política monetaria del Banco Central Europeo.

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.