



INFORME TRIMESTRAL

# EUROZONA

El BCE expande QE y expande riesgo de quiebra bancaria

**JULIO - SEPTIEMBRE 2016**

Autor: Daniel Fernández Méndez

Asistente de Investigación: Deryn Orbaugh

[trends.ufm.edu](http://trends.ufm.edu)

**T3 2016 EU**

# INDICADORES CICLO ECONÓMICO

# EUROZONA

## INDICADOR

**Posición liquidez sistema financiero**

No hay degradación de liquidez

**Posición liquidez familias**

Caída ratio deuda/ ingreso por aumentos ingresos

**Posición liquidez empresas**

Aumento ahorro empresas. Capacidad amplia de financiación

**Volumen de crédito**

Estancamiento cantidad crédito. Cambio en composición

**Cantidad dinero**

Aumenta a niveles anteriores a QE

**Actividad económica**

Buenos indicadores adelantados, fortaleza frente a problemas políticos

**Demanda consumo cíclico**

Aumento fuerte construcción vivienda, estancamiento puntual vehículos

## INDICADOR

**Empleo**

Aumento sostenido empleo

**Precios**

Ligero incremento, muy por debajo de objetivo BCE

**Tipos de Interés**

Tipos negativos por BCE. Poca demanda de crédito

**Curva de tipos**

Spread positivo. No hay problemas de liquidez en la economía

**Spread riesgo bancario**

Sistema bancario con pocos problemas de financiación

**Déficit público**

Disminución sostenida déficits. Dentro de criterio Maastricht

**Situación general**

Crecimiento por debajo del potencial pero sostenido. Problemas por política monetaria del BCE



# Actividad económica y empleo

## 1. Actividad económica

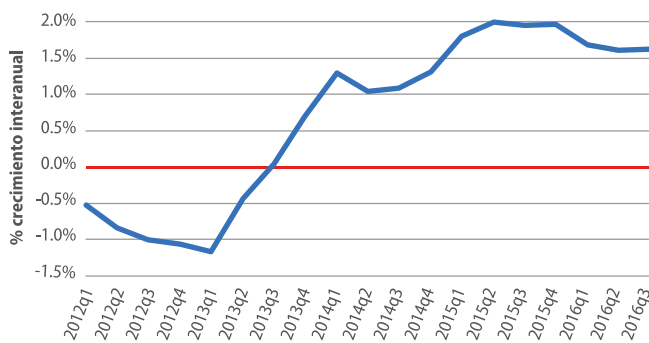
### a. PIB

La economía de la eurozona sigue en expansión moderada. El crecimiento se sitúa por encima del 1% desde 2014 y por encima del 1.5% desde 2015, todavía muy lejos de niveles precrisis.

- Crecimiento PIB anual (3T 2016): 1.6% (1.9% 3T 2015)

Gráfica 1

### Crecimiento PIB



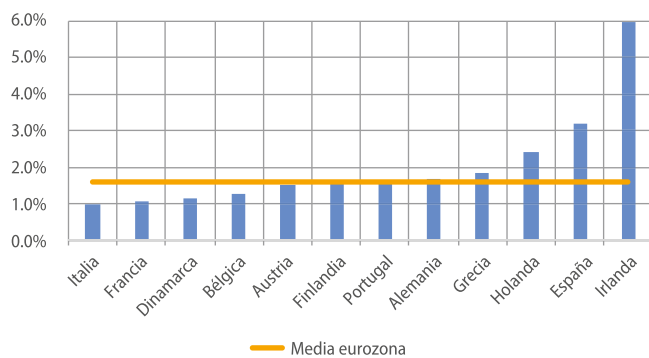
Fuente: Eurostat.

### b. Producto interno bruto por países

Grecia consigue cambiar su rumbo económico después de cuatro trimestres de depresión económica. Irlanda lidera el crecimiento dentro del grupo de economías más importantes de la eurozona. Preocupa el crecimiento italiano arrastrado por su crisis bancaria y política.

Gráfica 2

### Crecimiento PIB por país (3T 2016)



Fuente: Eurostat.

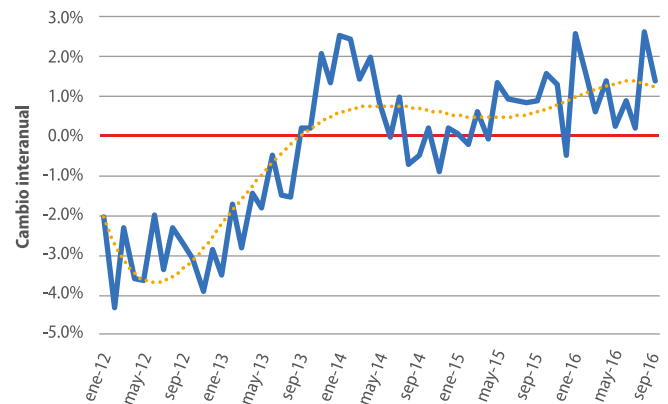
### c. Índice de producción industrial

La producción industrial incrementa moderadamente. La tendencia es positiva desde el último trimestre de 2013. La tendencia es igualmente menor a los niveles precrisis (4-5% crecimiento).

- Crecimiento IPI anual (septiembre 2016): 1.4% (0.9% septiembre 2015)

Gráfica 3

### Índice de producción industrial (IPI)



Fuente: Banco Centro Europeo.

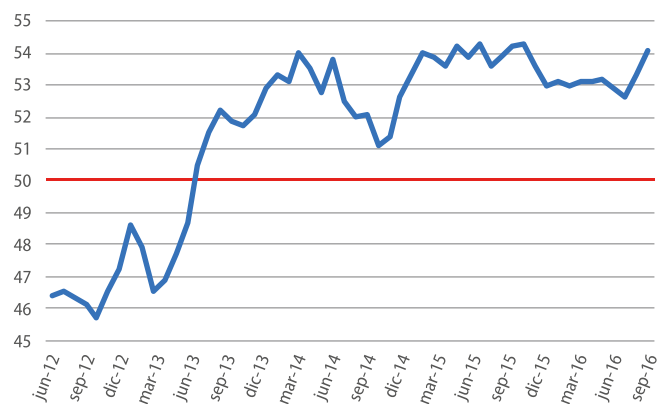
### d. Índice de gestión de compras (PMI)

Los indicadores adelantados de actividad económica incrementan su tendencia positiva, y se encuentran en uno de sus puntos más altos desde 2012 (por encima de 50 marca niveles expansivos).

- PMI compuesto (noviembre 2016): 54.1 (54.2 noviembre 2015)

Gráfica 4

### PMI compuesto eurozona



Fuente: investing.com

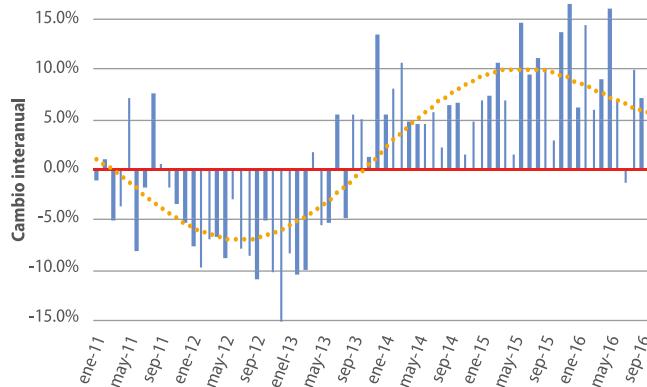
### e. Demanda de sectores cíclicos

Los sectores más cíclicos siguen con una fuerte tendencia positiva. Sin embargo, la matriculación de nuevos vehículos se ha frenado en el último mes. Los permisos de construcción de nueva vivienda crecen con fuerza.

- Crecimiento registro vehículos (octubre 2016): 0.0% (2.9% octubre 2015)
- Crecimiento permisos nueva vivienda (julio 2016): 5.8% (3.7% julio 2015)

Gráfica 5

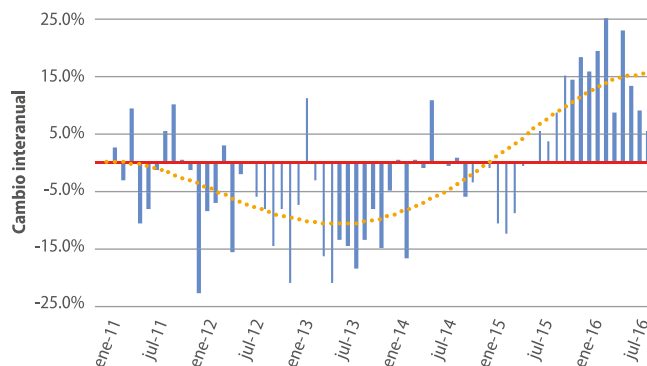
#### Registro nuevos vehículos



Fuente: European Automobile Manufacturers Association.  
Datos de 2016 provisionales

Gráfica 6

#### Permisos nueva vivienda



Fuente: Eurostat.

## 2. Empleo

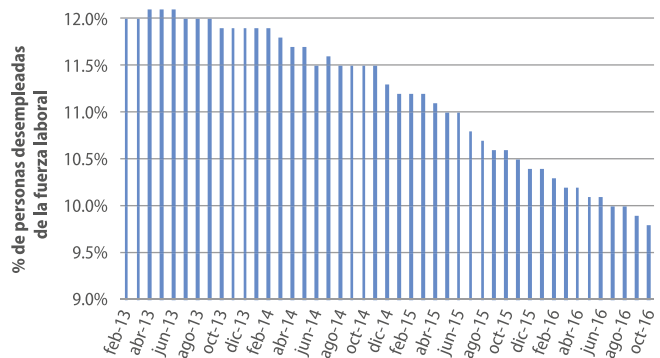
### a. Desempleo

El desempleo toca mínimos no vistos desde mediados de 2009. La creación de empleo es sostenida desde que la economía empezara a repuntar a mediados de 2013.

- Tasa desempleo (octubre 2016): 9.8% (10.6% septiembre 15, 11.5% septiembre 14)

Gráfica 7

#### Desempleo



Fuente: Eurostat.

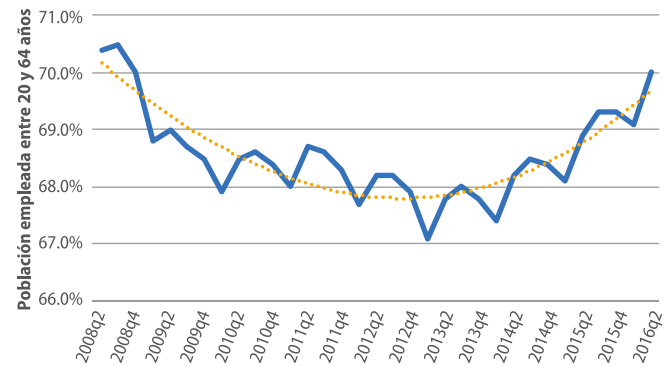
### b. Tasa de empleo

La tasa de empleo de personas entre 20 y 64 años se sitúa en el 70%, un nivel equiparable al del cuarto trimestre de 2008.

- Tasa de empleo (2T 2016): 70.0% (68.9% 2T 2015)

Gráfica 8

#### Tasa de empleo



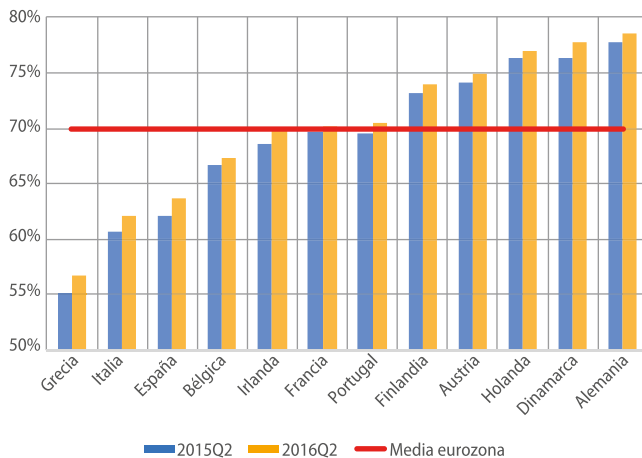
Fuente: Eurostat.

### c. Tasa de empleo por países

Existen importantes disparidades en las tasas de empleo entre países. Grecia cierra esta lista con un importante crecimiento del empleo tan solo en el último trimestre, coincidiendo con el crecimiento de su economía. En España, pese a encontrarse en muy mala situación, se han puesto las bases para converger a la tasa de empleo de la eurozona. Alemania va por delante en este sentido, con una tasa de empleo 8.5% superior a la tasa de empleo de la eurozona y un 21.9% superior a la griega.

Gráfica 9

#### Tasa de empleo por países



Fuente: Eurostat. Los datos son de población empleada entre 20 y 64 años.

### 3. Tendencias en actividad económica y empleo

Las convulsiones de la economía y política mundial, de momento, afectan poco a la eurozona. El desapalancamiento del sector financiero, familias y empresas de los últimos años ha hecho más resistente a la eurozona ante shocks externos.

La eurozona a dos velocidades empieza a converger a una única velocidad, con Grecia saliendo de su última recesión. La nota sobresaliente la obtiene España, con una expansión económica notable y buena perspectiva de creación de empleo en el futuro.

## Inflación y precios

### 1. Agregados monetarios

#### a. M1 M2 M3

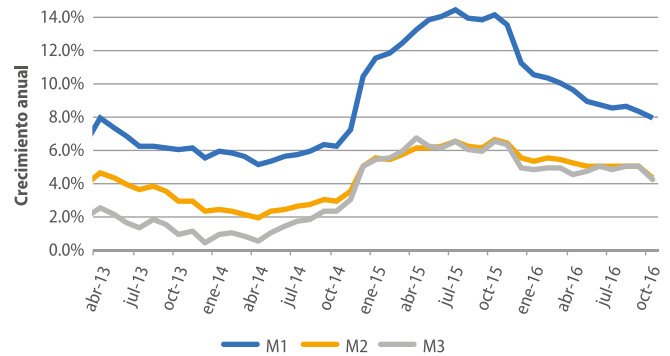
El *Quantitative Easing* pierde impulso al encontrarse con un sector bancario poco dispuesto a aumentar el crédito. Debemos recordar que estamos en plena implementación de Basilea III, con sus criterios más estrictos de capital y liquidez. Esto está limitando la posible eficacia de los programas del Banco Central Europeo.

El incremento de los agregados monetarios se encuentra a niveles inferiores a los de marzo de 2015, cuando el *Quantitative Easing* inicia oficialmente.

- Crecimiento anual M1 (octubre 2016): 8.0% (14.1% octubre 2015)
- Crecimiento anual M2 (octubre 2016): 4.3% (6.6% octubre 2015)
- Crecimiento anual M3 (octubre 2016): 4.2% (6.5% octubre 2015)

Gráfica 10

#### Crecimiento agregados monetarios



Fuente: Banco Central Europeo.

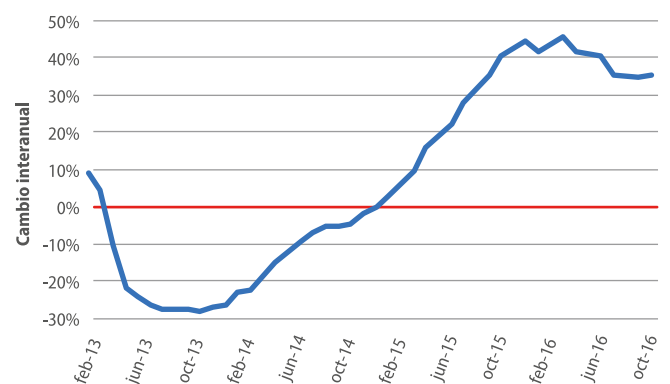
### b. Base monetaria

El efecto más visible del *Quantitative Easing* es la enorme expansión de la base monetaria que crece a ritmos superiores del 35%. El efecto sobre los agregados monetarios ha sido efímero, mientras que el efecto sobre la base monetaria y la cantidad de reservas bancarias ha sido enorme.

- Crecimiento anual base monetaria (octubre 2016): 35.3% (40.6% octubre 2015)

Gráfica 11

#### Crecimiento base monetaria



Fuente: Banco Central Europeo.

## c. Política monetaria y rentabilidad bancarias

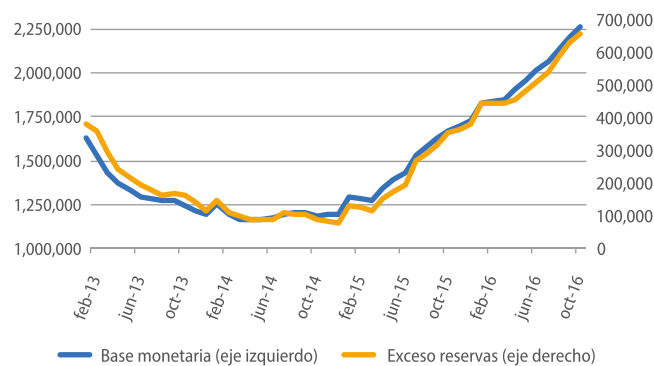
### i. Exceso de reservas y rentabilidad bancaria

El Banco Central Europeo cobra a los bancos por el exceso de reservas (reservas no obligatorias). La única forma que tiene el sector bancario de evitar el exceso de reservas creado por el *Quantitative Easing* del Banco Central Europeo es aumentar la cantidad de crédito. Así, el exceso de reservas se convertiría en reservas obligatorias y no tendrían que pagar por su depósito.

Sin embargo, ante la implementación de Basilea III, los bancos están incrementando sus posiciones de capital y liquidez limitando la extensión de nuevo crédito. El crecimiento de base monetaria pasa a ser directamente crecimiento del exceso de reservas. Intereses negativos sobre el exceso de reservas significa una transferencia de renta desde el sector bancario al Banco Central.

Gráfica 12

### Base monetaria y exceso de reservas



Fuente: Banco Central Europeo.

### ii. Exceso de reservas y tipos de interés negativos

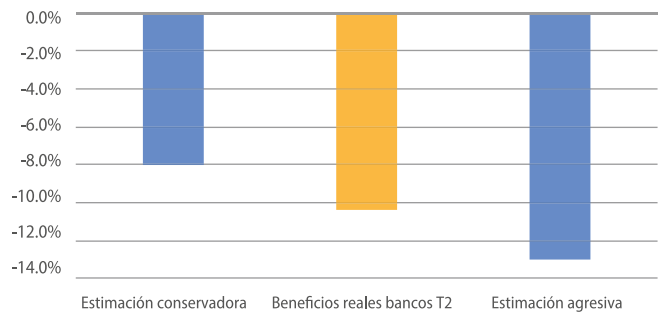
Tener exceso de reservas no sería ningún problema para el sector bancario si no fuera porque el Banco Central Europeo, como parte de su plan para aumentar el crédito en la eurozona, les impone un coste por mantener dichas reservas.

El sector bancario se ve en la disyuntiva de tener que aumentar el crédito deteriorando los estándares crediticios o asumir los costes que le está imponiendo el Banco Central Europeo.

En anteriores informes estimamos que el coste de esta política podría estar entre un 8% y un 13% de los beneficios bancarios. En los dos primeros trimestres de 2016 los beneficios bancarios han caído un 10.4%.

Gráfica 13

### Estimación costes política monetaria vs observada



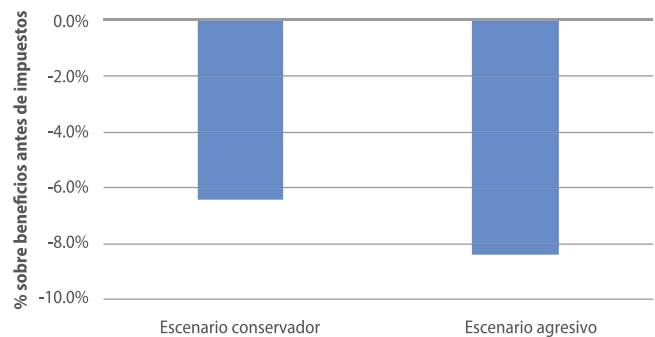
Fuente: Elaboración propia a partir de datos obtenidos del Banco Central Europeo.

### ii. Estimación de costes de la política monetaria

Nuestra nueva estimación ya recoge la menguada cifra provocada por la política monetaria. Planteamos dos nuevos escenarios: El escenario conservador contempla que el final del *Quantitative Easing* será en marzo de 2017 como estaba previsto, y que la tasa de interés sobre el exceso de reservas seguirá siendo de un -0.4%. El escenario agresivo contempla la extensión del *Quantitative Easing* hasta finales de 2017, con una tasa negativa del -0.5%.

Gráfica 14

### Estimación costes al sector bancario derivados política monetaria



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

Escenario conservador: interés: -0.4% interés y 60 billones de compras de bonos a partir de abril (situación actual).

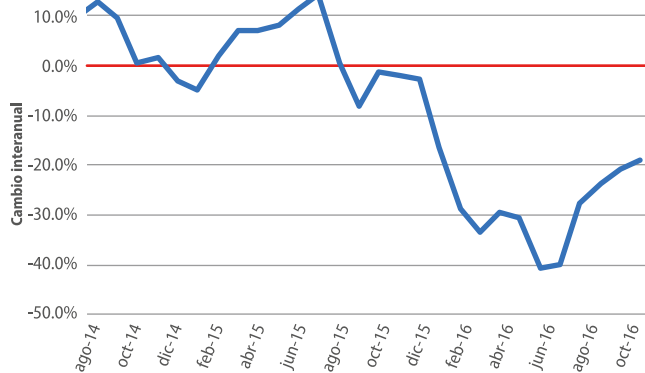
Escenario agresivo: interés: -0.5% interés y 80 billones de compras de bonos a partir abril.

#### iv. Mal momento para el sector bancario

Los índices bursátiles bancarios se resienten con la acumulación de reservas y la necesidad de pagar un tipo cada vez más alto por ellas. Los bancos europeos cotizan a niveles similares a los de la crisis de deuda de 2012.

Gráfica 15

### Índice bursátil 600 bancos europeos

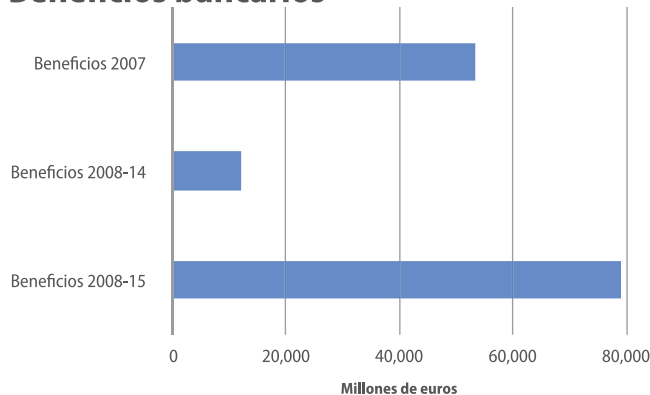


Fuente: Investing.com

Después de muchos años de resultados bancarios muy malos, no parece el mejor momento para castigar al sector con el pseudo-impuesto bancario del cobro por exceso de reservas. La capacidad que tiene el sector bancario de acumular capital pasa por ser capaz de generar sostenidamente beneficios y, desde el estallido de la crisis, 2015 ha sido el único buen año. Desde 2008 hasta 2014, los beneficios acumulados fueron de tan solo el 22% de los conseguidos en 2007.

Gráfica 16

### Beneficios bancarios



Fuente: Banco Central Europeo.

## 2. Índice de precios al consumidor

El diferencial de inflación frente a la inflación subyacente se cierra en todo el mundo. También la diferencia en la eurozona es mínima ya. El bajo precio del petróleo no explicaría la caída de la inflación subyacente a niveles del 0.7% anuales.

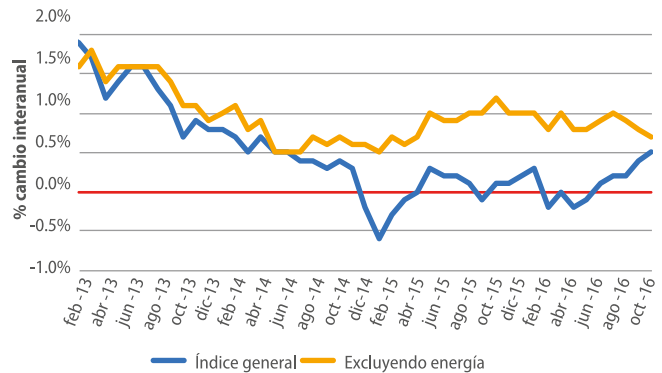
Estas noticias son un nuevo revés para la política de fomento de la inflación del Banco Central Europeo a través del *Quantitative Easing*. La inflación queda en el 0.5% y la inflación subyacente en un 0.7%, muy lejos del objetivo del 2%.

Afortunadamente, y en contra de los objetivos del Banco Central Europeo, la inflación no es necesaria para crecer económicamente. La eurozona crece a pesar de tener una inflación insignificante.

- IPC general (octubre 2016): 0.5% (0.1% junio 2015)
- IPC excluyendo energía (junio 2016): 0.7% (1.2% junio 2015)

Gráfica 17

### Índice de precios al consumidor (IPC)



Fuente: Banco Central Europeo.

## 3. Índice de precios de producción

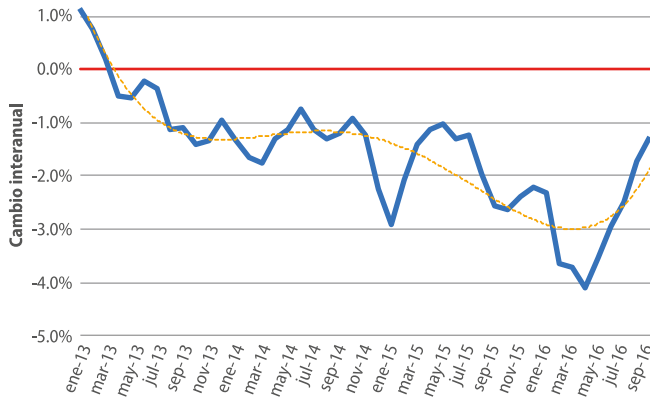
Los precios de producción moderan su caída, en parte, por el efecto de la energía. Es de destacar que el índice lleva durante toda la recuperación económica europea en negativo. Es decir, tenemos expansión económica e industrial con deflación en precios de producción.

Esto evidencia la futilidad de las medidas promotoras de inflación provenientes de los bancos centrales.

- Índice de precios de producción (septiembre 2016): -1.3% (-2.5% septiembre 2015)

Gráfica 18

## Índice de precios de producción (IPP)



Fuente: Eurostat.

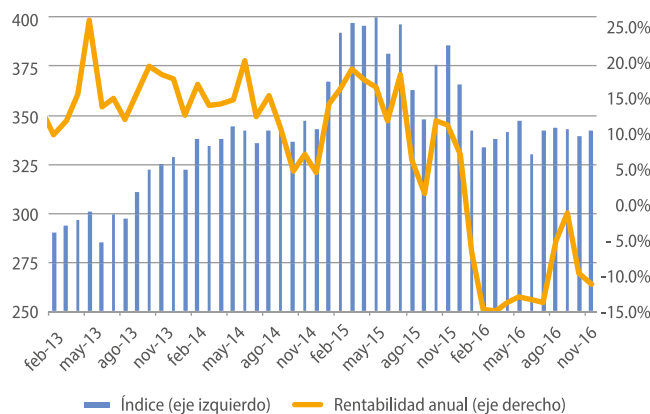
### 4. Índice de precios bursátiles

Los títulos de valores se encuentran a niveles de principios de 2014. Después del despegue de 2015, alimentado por las expectativas del *Quantitative Easing*, los índices bursátiles caen a niveles pre- *Quantitative Easing*. En general, los buenos datos macroeconómicos no están pesando tanto como la incertidumbre que introduce en los mercados el Banco Central Europeo.

- Rentabilidad enero 16 - noviembre 16: -6.4% (12.1% enero 15 – noviembre 15)
- Rentabilidad noviembre 15 - noviembre 16: -11.3%(11.0% noviembre 14–noviembre 15)<sup>1</sup>

Gráfica 19

## EuroStoxx 600



Fuente: Investing.com

<sup>1</sup> Los datos de agosto de 2016 incluyen hasta el 19 de agosto.

## 5. Tendencias en la evolución de precios

El fracaso del *Quantitative Easing* del Banco Central Europeo se pone de manifiesto una vez que se cierra el diferencial entre la inflación general y la subyacente. El bajo precio de la energía no es el que está causando los precios bajos, sino la poca disposición de los agentes económicos a incrementar su endeudamiento y la también poca disposición del sector financiero a incrementar el crédito mientras tiene que implementar Basilea III y aumentar sus ratios de capital y liquidez.

Los agregados monetarios se encuentran creciendo a niveles pre-*Quantitative Easing*, y los precios crecen mucho más despacio que lo anticipado por el Banco Central Europeo. Afortunadamente, la expansión económica sigue su curso a pesar de las intervenciones del Banco Central Europeo. Sin embargo, el enorme coste que supone la política monetaria de tipos de interés para el sistema financiero podría abortar el crecimiento económico de la eurozona.

## Crédito

### 1. Crédito total extendido por sistema financiero

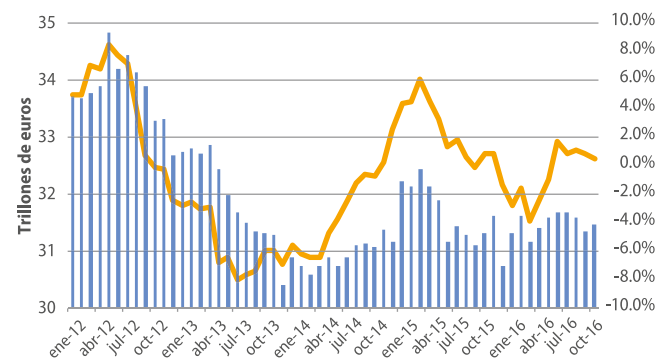
El punto álgido de la crisis de deuda de 2012 (abril-mayo) marca el final del apalancamiento del sistema bancario. A inicios de 2014, después de la recuperación económica, se marca el final del desapalancamiento.

Desde 2014 vivimos un movimiento lateral de la cantidad de crédito sólo perturbado momentáneamente por el *Quantitative Easing* a inicios de 2015. Si el objetivo perseguido por esta política del Banco Central Europeo era incrementar la cantidad de crédito extendido por el sector bancario, el *Quantitative Easing* ha sido un fracaso.

- Crecimiento anual crédito (octubre 2016): 0.4% (0.8% octubre 2015)

Gráfica 20

## Total activos sector bancario



Fuente: Banco Central Europeo.



## 2. Crédito a empresas

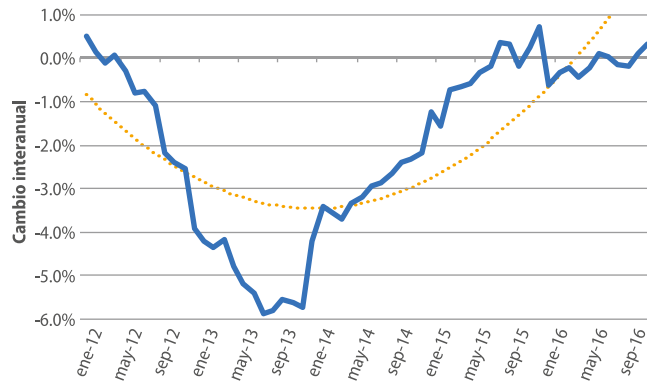
### a. Total del crédito a empresas

Después de haber estado durante toda la recuperación económica desde mediados de 2013 en terreno negativo, el crédito a empresas se mantiene plano desde mediados de 2015.

- Crecimiento anual del crédito a empresas (octubre 2016): 0.3% (0.2% octubre 2015)

Gráfica 21

### Crédito a empresas



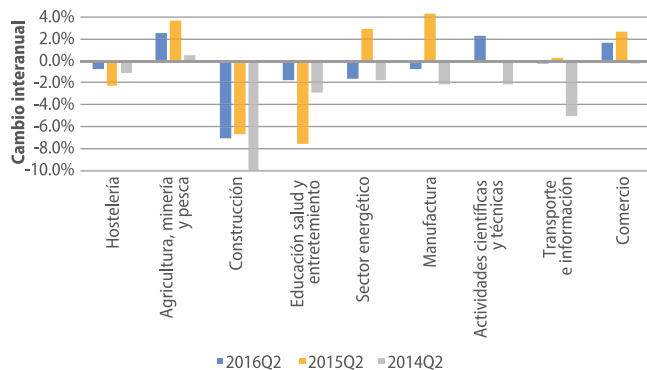
Fuente: Banco Central Europeo.

### b. Crédito a empresas por sector

Aunque el crédito a empresas se mantiene constante, hay importantes divergencias entre sectores. El sector primario (agricultura, ganadería y pesca) ha sido el sector más dinámico en lo que a crédito empresarial se refiere. En segundo lugar, encontramos al comercio, seguido por la manufactura. Por el contrario, la construcción es el sector económico más castigado.

Gráfica 22

### Crédito bancario a empresas por sector



Fuente: Elaboración propia a partir de datos obtenidos del Banco Central Europeo.

## 3. Crédito a familias

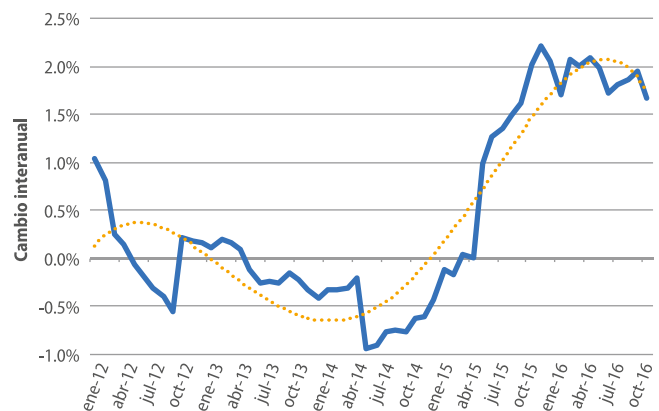
### a. Total del crédito a familias

El crédito a familias aumenta a buen ritmo. La mejora de los ingresos de las familias les permite aumentar el endeudamiento sin incrementar su deuda sobre sus ingresos. Esto está provocando un aumento de la demanda en los sectores económicos cíclicos (con demanda basada en crédito), como la vivienda y los vehículos.

- Crecimiento del crédito a familias (octubre 2016): 1.7% (2.0% octubre 2015)

Gráfica 23

### Crédito a familias



Fuente: Banco Central Europeo.

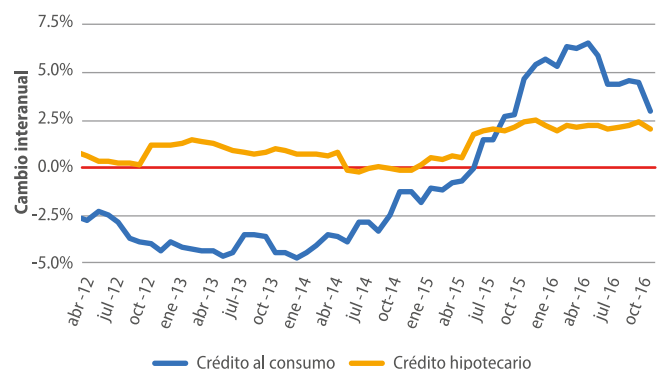
### b. Desagregación del crédito a familias

Tanto el crédito al consumo como el hipotecario crecen. Se da una moderación del incremento del crédito al consumo. Esto podría explicar la moderación en la venta de automóviles.

- Crecimiento del crédito al consumo (junio 2016): 2.9% (4.7% junio 2015)
- Crecimiento del crédito hipotecario (junio 2016): 2.0% (2.4% junio 2015)

Gráfica 24

### Crédito a familias desagregado



Fuente: Banco Central Europeo.

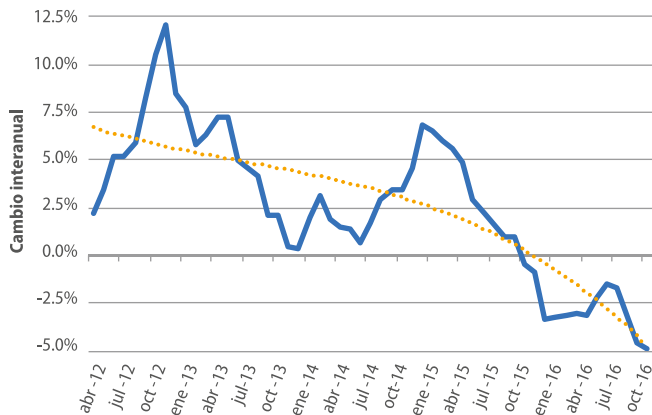
## 4. Crédito al sector público

La profundización de la consolidación fiscal europea está provocando una caída fuerte en la extensión de crédito al sector público. Esto está provocando un "efecto *crowding out* inverso". A pesar de que el sector público no está incrementando la cantidad de crédito, está sustituyendo crédito público por crédito privado.

- Crecimiento del crédito al gobierno (octubre 2016): -4.9% (-0.5% octubre 2015)

Gráfica 25

### Crédito al gobierno



Fuente: Banco Central Europeo.

## 5. Tendencias en la extensión de crédito

El Banco Central Europeo no consigue que el sector bancario se apalanque y aumente el crédito, lo que pone en evidencia, una vez más, la futilidad del *Quantitative Easing*.

Las medidas de ajuste fiscal y disminución de deuda emitida por el sector público tienen su efecto positivo. El flujo de crédito canalizado anteriormente hacia el sector público se redirige ahora al sector privado, en concreto a familias. Este "efecto expulsión negativo" puede hacer que el crecimiento económico despegue en los siguientes trimestres.

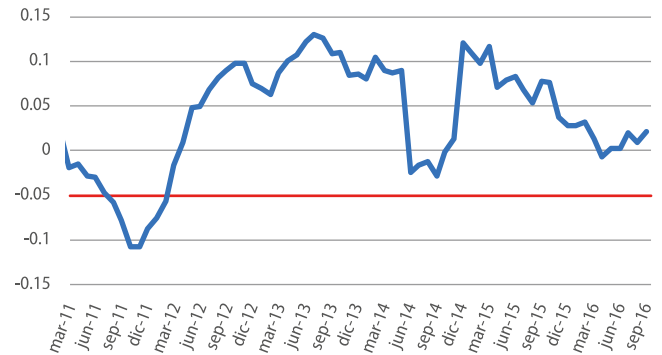
# Composición cualitativa del crédito

### 1. Liquidity Gap sector financiero

Nuestro indicador sobre la posición de liquidez del sistema financiero no señala que haya riesgo de recesión a corto plazo. Los intermediarios financieros ni pierden ni ganan liquidez. Esto es consistente con la posición del ciclo en la que se encuentra la eurozona (moderada expansión económica no alimentada con nuevo crédito).

Gráfica 26

### Liquidity Gap (cambio)



Fuente: Elaboración propia a partir de datos obtenidos del Banco Central Europeo.

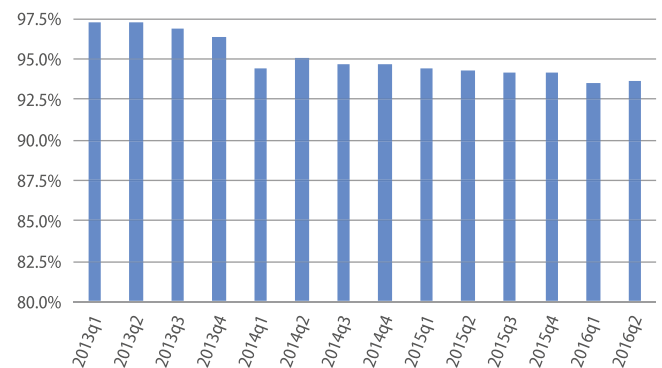
### 2. Posición financiera de las familias

Existe un ligero desapalancamiento de las familias desde 2013 debido, principalmente, al aumento de los ingresos y no tanto a la reducción de deuda en términos brutos.

- Deuda sobre ingresos de las familias (2T 2016): 93.6% (94.3% 2T 2015)

Gráfica 27

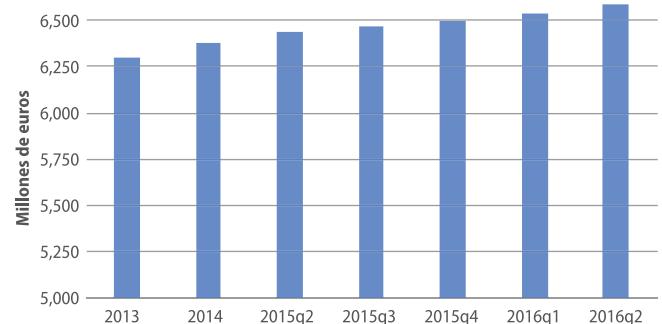
### Deuda sobre ingresos familias



Fuente: Banco Central Europeo.

Gráfica 28

### Ingreso bruto disponible familias (anual)



Fuente: Banco Central Europeo.

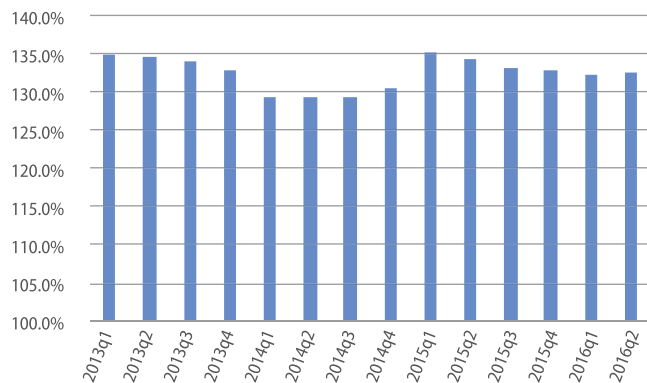
### 3. Posición financiera de empresas no financieras

Las empresas disminuyen muy ligeramente su ratio de endeudamiento, aunque la tendencia a largo plazo es a permanecer constante.

- Deuda sobre ingresos de las empresas (2T 2016): 132.6% (134.5% 2T 2015)

Gráfica 29

#### Deuda sobre ingresos empresas

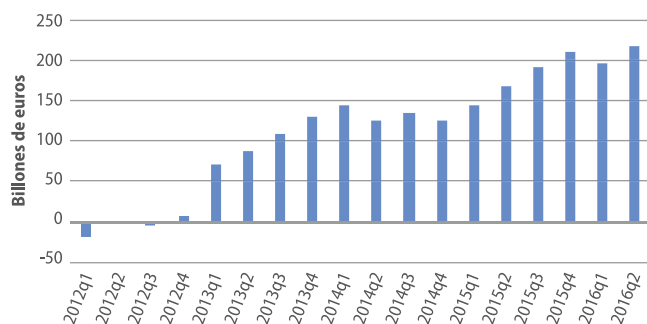


Fuente: Banco Central Europeo.

Sin embargo, las empresas, en vez de devolver deuda, están incrementando de forma importante sus ratios de ahorro. Con tasas de interés negativas o costes de financiamiento muy baratos no tiene sentido devolver deuda.

Gráfica 30

#### Capacidad (+) necesidad (-) de financiamiento empresas no financieras



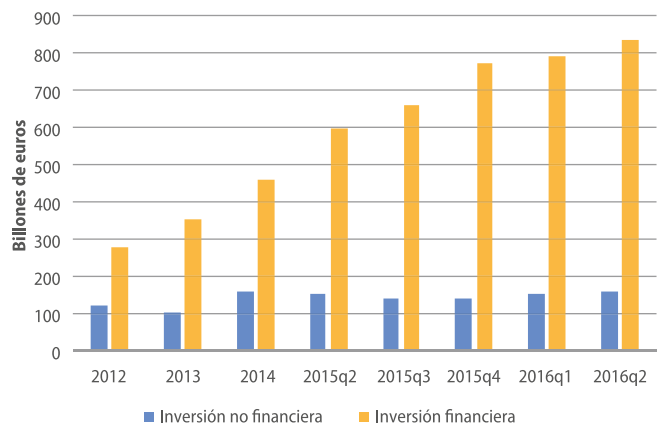
Fuente: Banco Central Europeo.

Recordamos que usualmente las empresas son receptoras de financiación. Sin embargo, desde 2012 las empresas de la eurozona exhiben capacidad de financiamiento. La misma tendencia se observa para las empresas norteamericanas.

La capacidad de financiamiento no se está viendo reflejada en una mayor inversión en capital fijo, sino en mayores inversiones financieras.

Gráfica 31

#### Inversión empresas no financieras

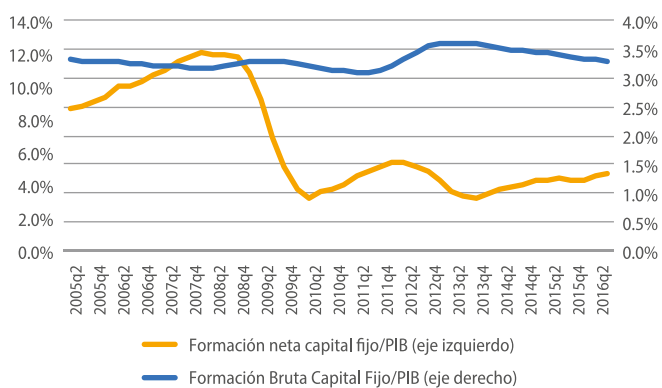


Fuente: Banco Central Europeo.

Vemos también cómo la formación bruta de capital fijo apenas ha sufrido cambios con motivo de la crisis y la gran recesión iniciada en 2008. Sin embargo, gran parte del capital acumulado antes de la crisis es inservible o reconvertible a alto coste. Esto ha llevado a que se dispare el consumo del capital antiguo sin que se reponga, y a que la cifra final de formación neta de capital fijo sea mucho menor.

Gráfica 32

#### Formación capital fijo empresas/PIB



Fuente: Banco Central Europeo.

## 4. Descalce de plazos y riesgos

### a. Spread curva rendimientos

El diferencial entre el bono a 3 meses y el bono a 10 años se encuentra fuera de la zona de peligro. No se observa riesgo de crisis financiera a corto plazo.

Gráfica 33

### Spread curva rendimientos



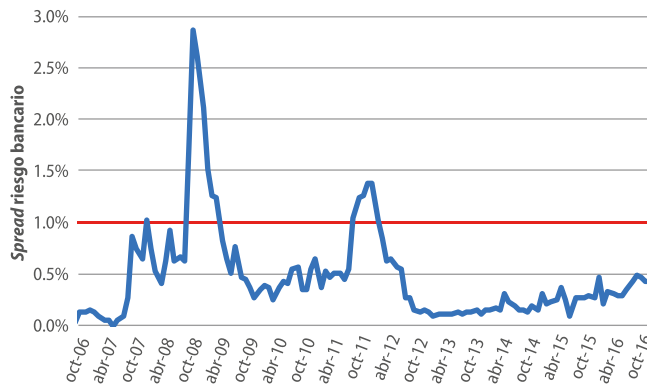
Fuente: Banco Central Europeo.

### b. TED spread

El diferencial entre el bono "libre de riesgo" y el coste de financiación del sector bancario es pequeño, con lo que nos encontramos muy lejos de la zona de riesgo. No se observa riesgo de crisis financiera a corto plazo.

Gráfica 34

### 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.

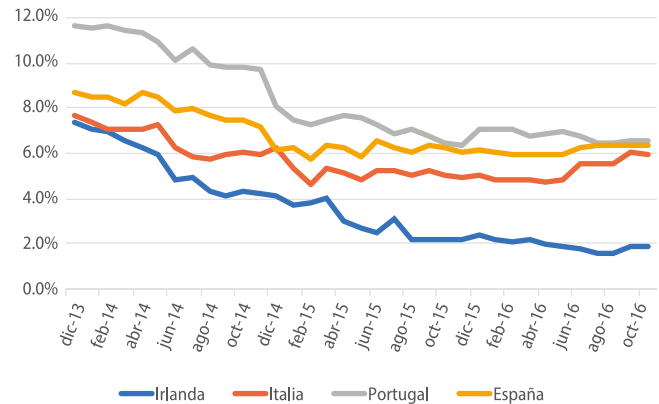
## 5. Financiamiento del Banco Central Europeo a sectores financieros problemáticos

Cuando el sector financiero se ve obligado a financiarse en el Banco Central es por la imposibilidad de financiarse a mejor precio mediante otros mecanismos. La situación de la banca europea venía mejorando paulatinamente desde el momento crítico de la crisis de deuda de 2012.

Recientemente, la banca española e italiana han aumentado ligeramente esta financiación en el Banco Central Europeo. Sin embargo, todavía estamos muy lejos de vivir una situación de estrés.

Gráfica 35

### Financiamiento BCE a sistemas financieros en problemas

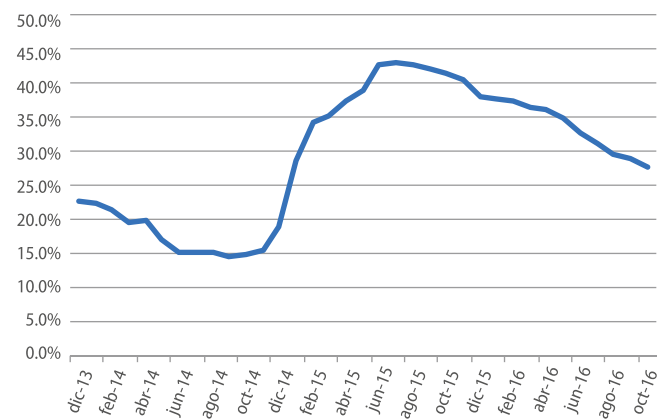


Fuente: Banco Central Europeo.

Grecia necesita una mención especial. Después de la suspensión de pagos de su banca, la misma llegó a necesitar que el Banco Central Europeo financiara más del 43% de sus pasivos. La situación mejora paulatinamente, aunque hará falta mucho más tiempo para que los otros acreedores vuelvan a confiar en las maltrechas economía y banca griegas.

Gráfica 36

### Financiamiento BCE a sistema financiero griego



Fuente: Banco Central Europeo.

## 6. Tendencias en la composición cualitativa del crédito

Los indicadores de calidad crediticia marcan una escasa probabilidad de crisis financiera. El sistema financiero no gana liquidez y no hay síntomas de sobreendeudamiento ni en familias ni en empresas. Tras años de desapalancamiento, una crisis de deuda es improbable.

Un gran problema es la caída de la rentabilidad de la banca europea por costes impuestos por el Banco Central Europeo. Si la política de tipos negativos continúa a la vez que avanza la implementación de Basilea III y sus criterios más exigentes de capital y liquidez, la cuenta de resultados de los bancos (ya maltrecha después de años muy malos) podría resentirse y, con ello, el flujo de crédito a la economía real.

Las empresas aumentan su ahorro y no repagan deuda. El problema es que utilizan los fondos en inversiones financieras mientras que las inversiones no financieras aumentan a un ritmo muy pequeño. Este podría ser el principal efecto de la incertidumbre generada por los movimientos políticos que recientemente azotan gran parte de Europa.

## Fiscalidad

### 1. Déficit y deuda sobre el PIB

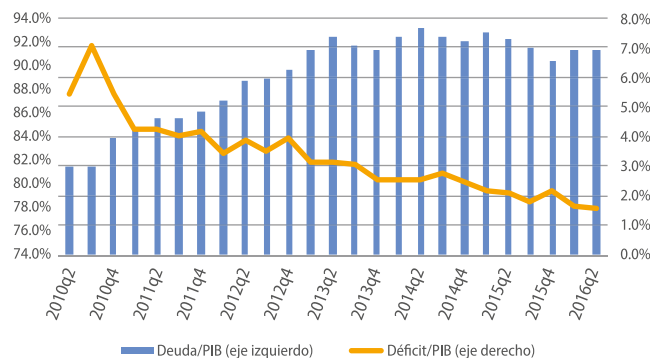
El déficit se cierra después de años de enormes déficits y de tensiones políticas graves para conseguirlo. El déficit consolidado de la eurozona cierra muy por debajo de los criterios de convergencia del 3%.

La deuda pública consolidada de la eurozona decrece desde el segundo trimestre de 2014. Los excesos pasados de déficit serán difíciles de corregir y llevará algunos años de disciplina fiscal volver al 60% que marcan los criterios de convergencia.

- Déficit sobre el PIB (2Q 2016): 1.5% (2.1% 2Q 2015)
- Deuda sobre el PIB (2Q 2016): 91.2% (92.1% 2Q 2015)

Gráfica 37

### Deuda y déficit fiscal



Fuente: Eurostat.

## Balanza de pagos

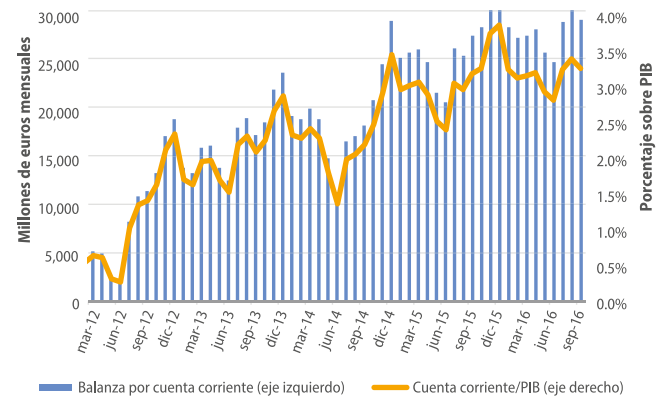
### 1. Balanza por cuenta corriente

El superávit por cuenta corriente se mantiene por encima del 3% del Producto interno bruto. Los excesos de la burbuja pre-recesión se corrigen pasando de necesidad de financiamiento exterior a capacidad de financiamiento.

- Superávit por cuenta corriente/PIB (septiembre 2016): 3.2% (3.1% septiembre 2015)

Gráfica 38

### Balanza por cuenta corriente



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

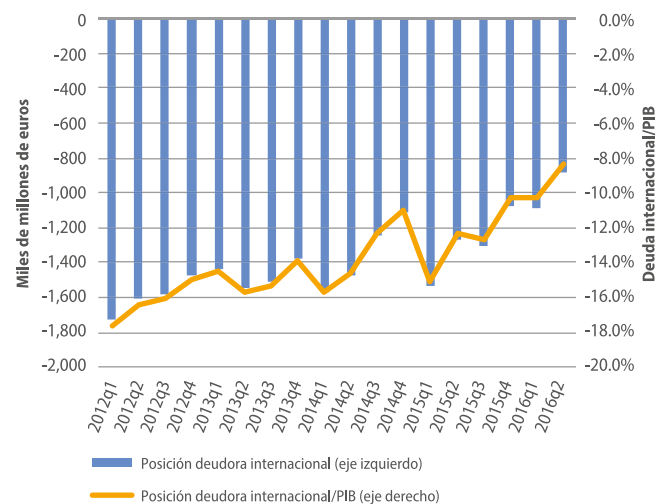
### 2. Posición financiera internacional

Los enormes superávits por cuenta corriente están permitiendo a la economía de la eurozona pagar las deudas contraídas en el pasado.

- Posición deudora/PIB (2Q 16): 8.3% PIB (12.3% 2Q 15)

Gráfica 39

### Posición financiera internacional



Fuente: ECB, Eurostat.

### 3. Tendencias balanza de pagos

La eurozona ha conseguido reestructurarse y evitar los desequilibrios que le llevaron a endeudarse por encima de sus posibilidades en el pasado. La economía de la eurozona se encuentra en un proceso de creación de riqueza y ahorro suficiente como para disminuir las deudas contraídas en el pasado.

El movimiento de la economía real tiende a compensar en parte la presión a la depreciación del euro por el *Quantitative Easing* 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.