

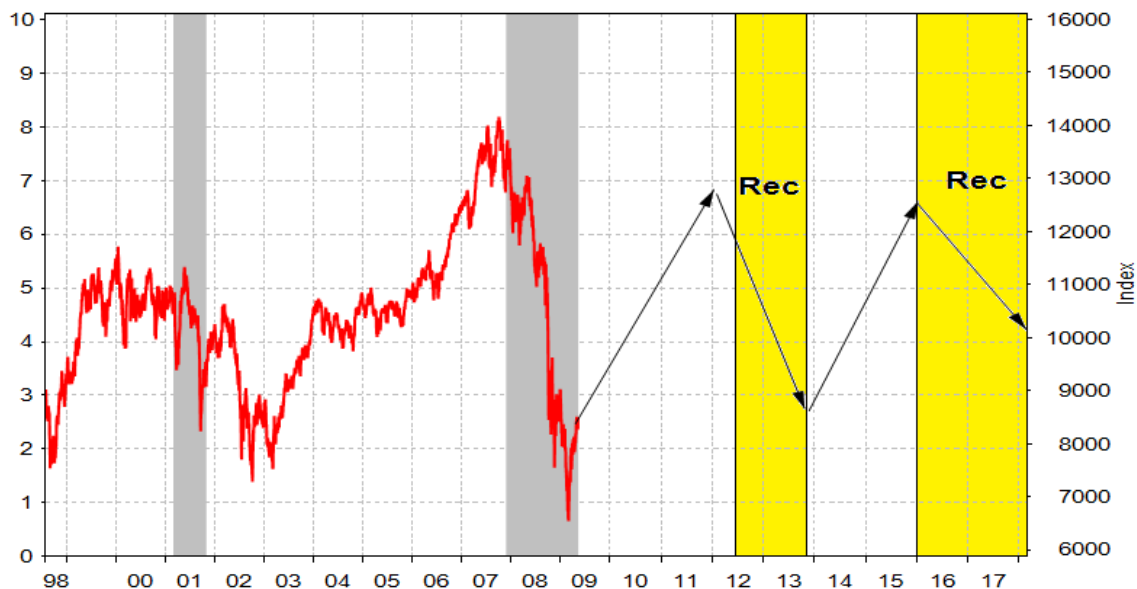
## **EL RESCATE DEL EURO TRAS LA CRISIS**

En mayo de 2009, en una presentación a clientes de Thomson Reuters introduje por primera vez lo que después he llamado “carta de navegación de la crisis”. En aquel momento la economía norteamericana estaba en recesión y poca gente creía que esa recesión estaba a punto de acabarse. Tampoco había, en general, mucha esperanza de que el índice Dow Jones Industrial (DJI), y con él las demás Bolsas, consiguiera recuperar su nivel máximo previo a la crisis.

Pues bien en esa carta de navegación yo sostenía las tesis contrarias: la recesión en la economía de los EEUU estaba a punto de terminarse y el DJI se recuperaría rápidamente. Ésa era la parte llamémosla “optimista” de mi previsión. Pero a la vez planteaba que a lo largo de los siguientes 10 años habría otras dos recesiones globales (a caballo de los años 2012-2013 la primera y de 2016-2017 la segunda) y que el DJI, aunque superara su nivel máximo previo a la crisis, no podría mantenerlo y volvería a caer. También incluía flechas para indicar de forma general las oscilaciones del DJI (las bandas amarillas verticales indican las recesiones previstas y las grises las pasadas).

### **Asomándose al futuro**

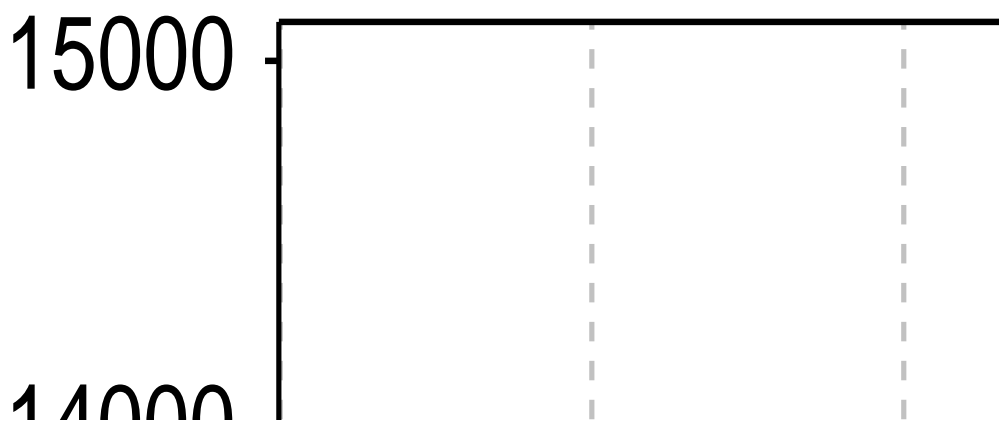
United States, Dow Jones, Averages, Industrial Index, Price Return, Close, USD



Source: Reuters EcoWin

Los siguientes años mostraron lo acertado de la previsión en dos aspectos: el DJI recuperó su máximo histórico y se produjo una cuasi-recesión global en 2012-2013: recesión en Europa y Japón y gran desaceleración en China (del 12% a 7%) y en EEUU (en 2º semestre de 2012, +0,25%) aunque sin llegar a caer por completo en recesión. Pero a partir del inicio 2013 el DJI superó su máximo anterior y no lo ha perdido desde entonces.

### El Dow Jones supera su máximo histórico



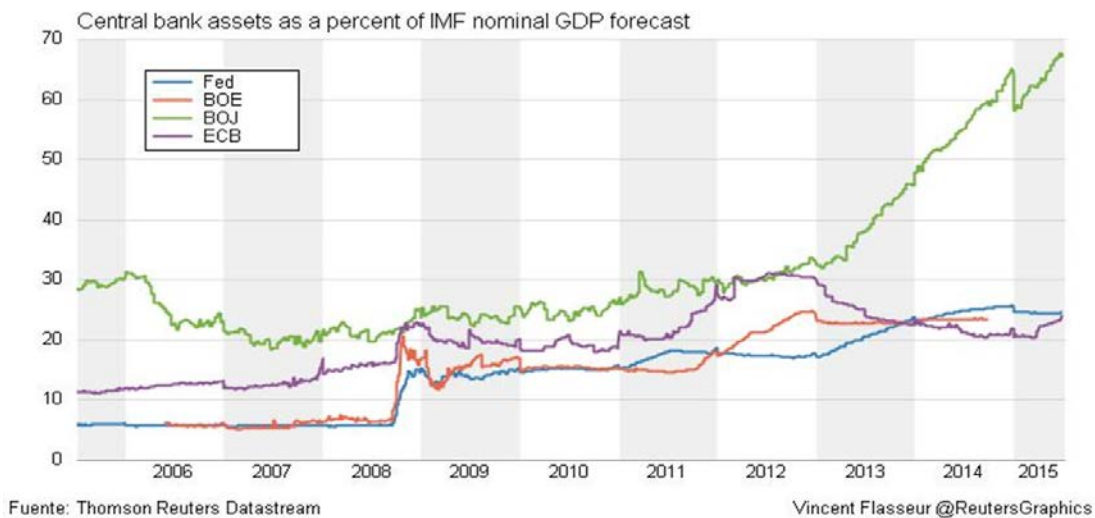
### Lo que salvó a Occidente en un solo gráfico

La inyección masiva de liquidez por parte de los bancos centrales y, más en concreto, a efectos de los que nos ocupa, el llamado QE3 (por las siglas en inglés de “quantitative easing”) de la Reserva Federal de los EEUU sirvió para evitar esa recaída completa de la economía mundial en recesión.

En conjunto, el balance de los bancos centrales desde 2007 ha crecido hasta llegar a más de diez billones de dólares. O, visto como porcentaje sobre los respectivos PIB:

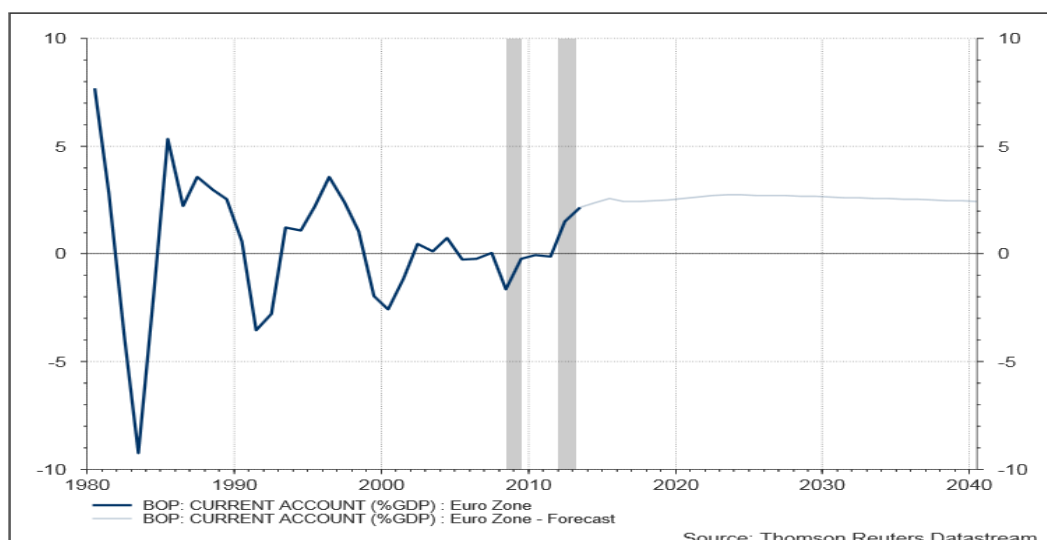
## Balance de los bancos centrales como porcentaje de los respectivos PIB

### Central bank balance sheets



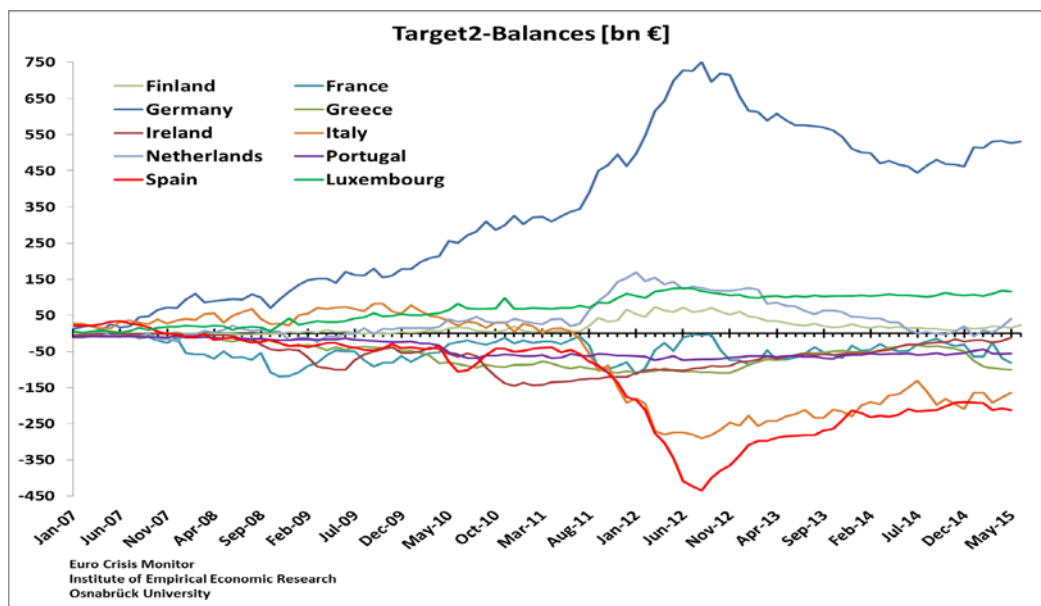
También comenté en aquella presentación de mayo de 2009 que habría una gran crisis en los mercados de divisas pero sin imaginar que llegaría al año siguiente con las dudas sobre el euro. Cada vez que esas dudas me asaltaban, mostraba las siguientes tres razones o “jaculatorias” para confiar en que el euro sobreviviría:

- 1) **El superávit de la balanza por cuenta corriente** del conjunto de la Eurozona. Sin esto, y la necesidad de financiación exterior consiguiente, el euro no hubiera sobrevivido.



- 2) **Target 2 (mecanismo de pagos en el euro-sistema de bancos centrales)** que enlazaba en un abrazo mortal a sus componentes. En el gráfico se ve como la posición acreedora del Bundesbank frente al resto de los bancos del euro-

sistema llegó a superar los 750.000 millones de euros y como la posición deudora del Banco de España llegó a los 415,000 millones de euros.



Que actualizados a julio de 2015 son éstos:

	Dec-14	Jan-15	Feb-15	Mar-15	Apr-15	May-15	Jun-15
<b>Belgium</b>	-12373	-13525	-8812	-10559	-831	-6678	-10602
<b>Germany</b>	460846	515266	513366	531701	532193	526191	531074
<b>Estonia</b>	3191	n.a.	n.a.	939	n.a.	n.a.	2157
<b>Ireland</b>	-22745	-19431	-18677	-24379	-19994	-11589	n.a.
<b>Greece</b>	-49319	-75994	-91157	-96427	-98770	-100316	n.a.
<b>Spain</b>	-189865	-191917	-192417	-212377	-207439	-212015	n.a.
<b>France</b>	-30900	-64700	-64200	-25400	-67900	-81400	n.a.
<b>Italy</b>	-208945	-164474	-164566	-191510	-177232	-163994	n.a.
<b>Cyprus</b>	-2678	-2543	-1789	-315	-161	774	n.a.
<b>Luxembo</b>	105238	106722	103421	109432	118312	114751	n.a.
<b>Malta</b>	-1927	-1546	-1505	-1313	-982	-1168	n.a.
<b>Netherlar</b>	19412	-7127	8010	3122	19090	40794	n.a.
<b>Austria</b>	-30811	-37375	-38528	-38747	-35896	-34839	n.a.
<b>Portugal</b>	-54591	-47504	-44035	-55358	-56927	-55744	n.a.
<b>Slovenia</b>	2404	2718	2445	2729	1544	1083	n.a.
<b>Slovakia</b>	2297	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
<b>Finland</b>	14915	12500	13622	19725	17903	15509	22460
<b>Latvia</b>	-797	-2735	-2212	-2387	-1983	-2208	n.a.

3) El **papel del euro como segunda divisa de reserva** para los bancos centrales: entonces el 24% del total de las reservas centrales y ahora el 20,72%.

**El calendario de acontecimientos** es bien conocido:

- Agosto 2007: se inicia la crisis
- Septiembre 2008: quiebra Lehman Brothers
- 2008-2009: recesión en EEUU
- Enero 2010: estalla la crisis de la deuda griega
- Abril-mayo 2010: 1er rescate de Grecia
- Mayo 2010: medidas de ajuste del deficit presupuestario en España y compra de deuda pública por el BCE
- 2010: rescate de Irlanda

	Q1 2015
Shares of U.S. dollars	64,12
Shares of Pound sterling	3,91
Shares of Japanese yen	4,15
Shares of Swiss francs	0,29
Shares of Canadian dollars	1,86
Shares of Australian dollars	1,88
Shares of Euros	20,72
Shares of other currencies	3,08

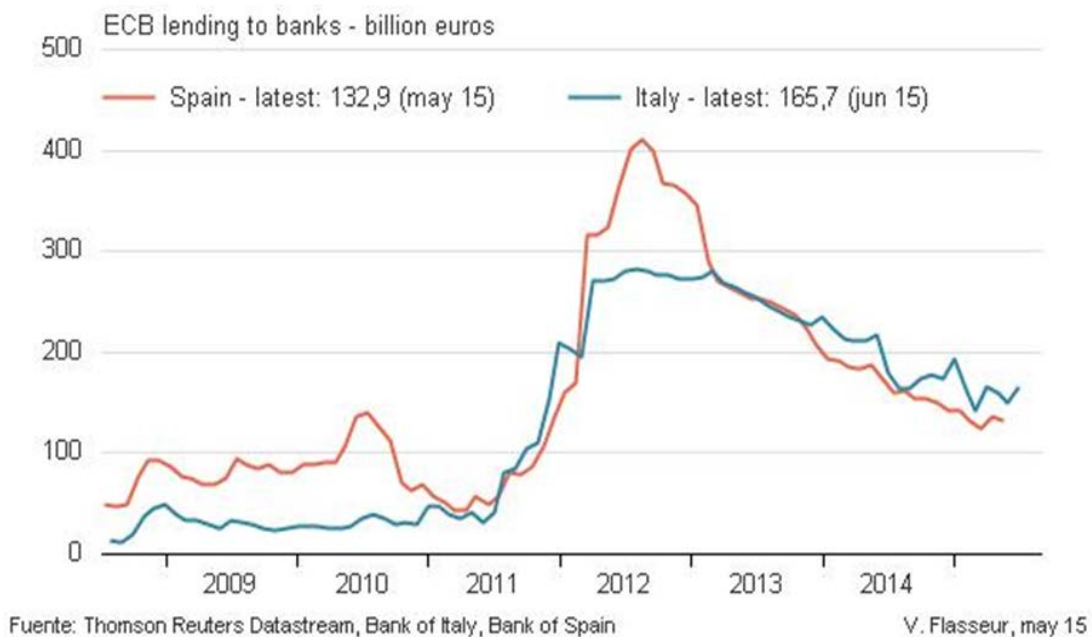
- 2011: rescate de Portugal
- 2011-2012: LTROS (inyección por el BCE de un billón de euros a través de los bancos comerciales)
- 2012:
  - Reestructuración deuda griega. Segundo rescate
  - Rescate bancario España
  - Rescate de Chipre
- 2012-2013: recesión en España y casi global
- 2015: QE o “quantitative easing” del BCE a partir de marzo
- 2015: en agosto tercer rescate de Grecia

### Las dos próximas recesiones

La situación mejoró sensiblemente tras la 2ª recesión. Se notó mucho, por ejemplo, en la reducción de la apelación de la banca española al BCE:

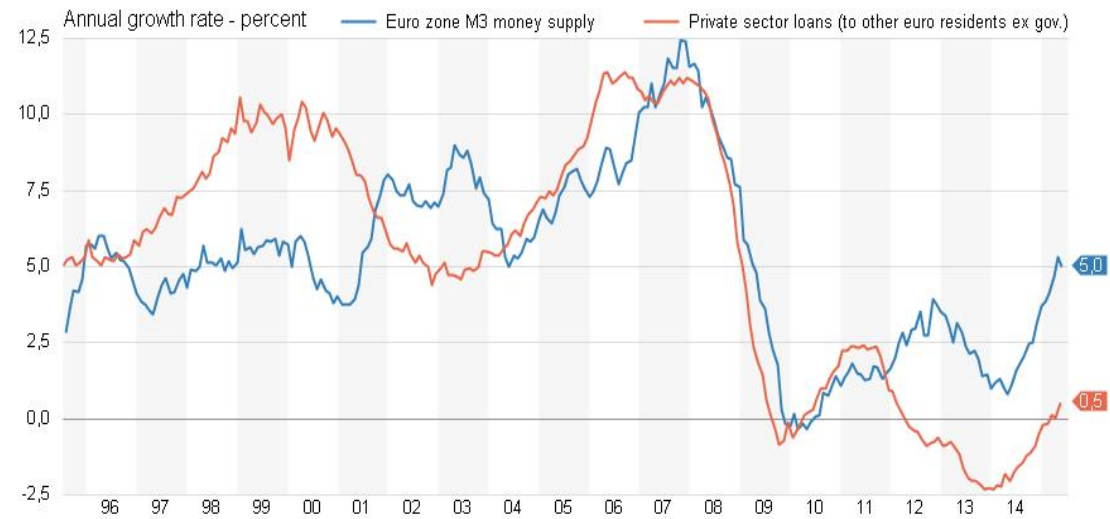
#### Préstamos a la banca española e italiana

## ECB lending to Italian & Spanish banks



También en la recuperación, lenta, de la **oferta monetaria de la Eurozona y de los préstamos al sector privado.**

## Euro zone money supply, private sector lending growth



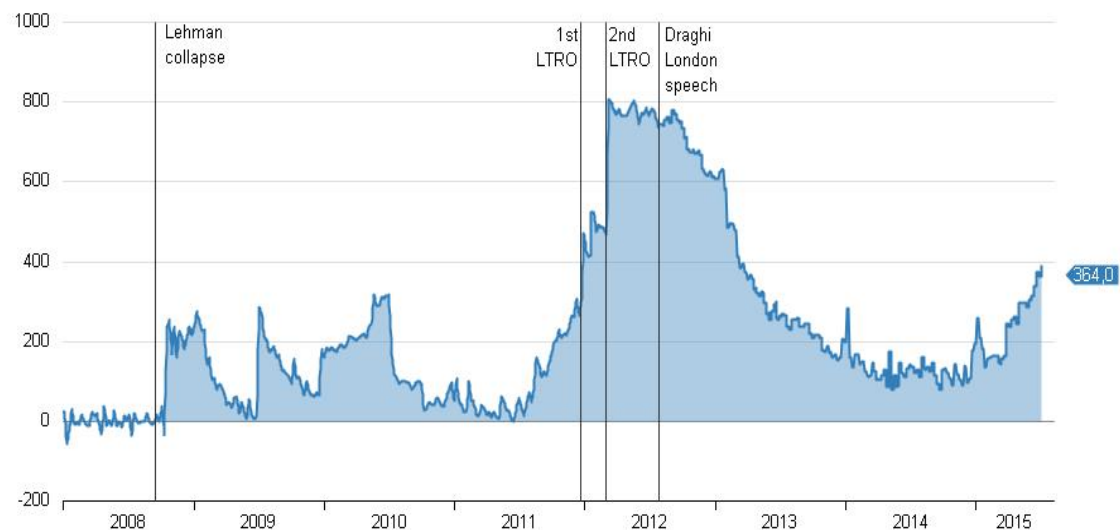
Fuente: Thomson Reuters Datastream, ECB data to may 15

V. Flasseur, @ReutersGraphics

La operativa de proporcionar liquidez a través del QE del BCE también se está notando en el **incremento del exceso de liquidez en la Eurozona**

## Euro zone excess liquidity

Open market operations plus marginal lending facility minus net liquidity effect from autonomous factors minus reserve requirements



Fuente: Thomson Reuters Datastream, data to 03/07/2015

Vincent Flasseur @ReutersGraphics

Aunque sigan pendientes los problemas de una elevada morosidad:

### Morosidad de la banca española y la italiana

## Spanish & Italian banks' bad loans

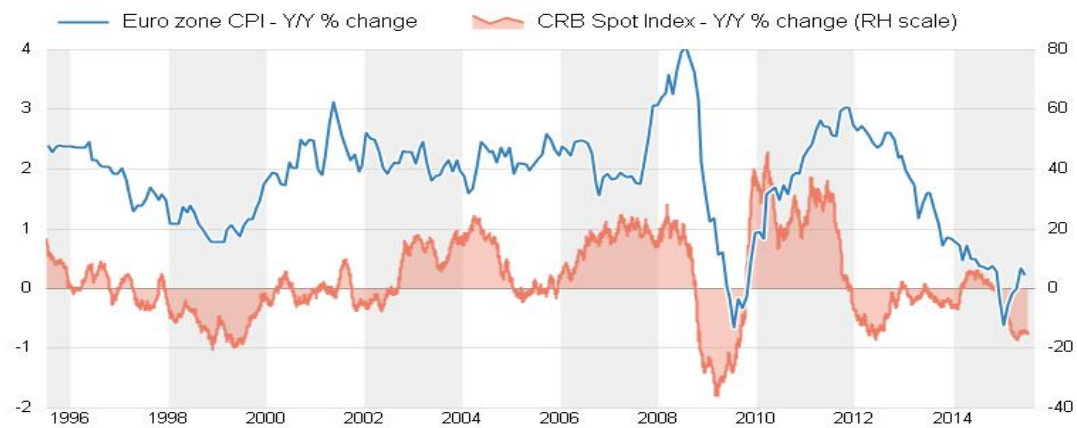


Fuente: Thomson Reuters Datastream

V. Flasseur, 10/07/2015

La situación en la Eurozona en general y en España en particular se ha visto aliviada por la **caída del precio de las materias primas**

## Euro zone inflation and commodity prices



Fuente: Thomson Reuters Datastream, data to jun 15

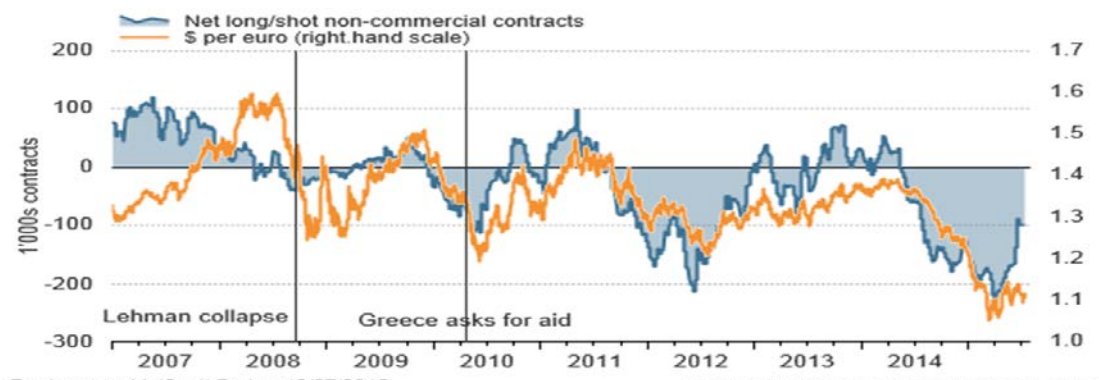
Vincent Flasseur @ReutersGraphics

Y por la depreciación del euro frente al dólar:

### Evolución del euro contra el dólar y futuros no comerciales vendidos



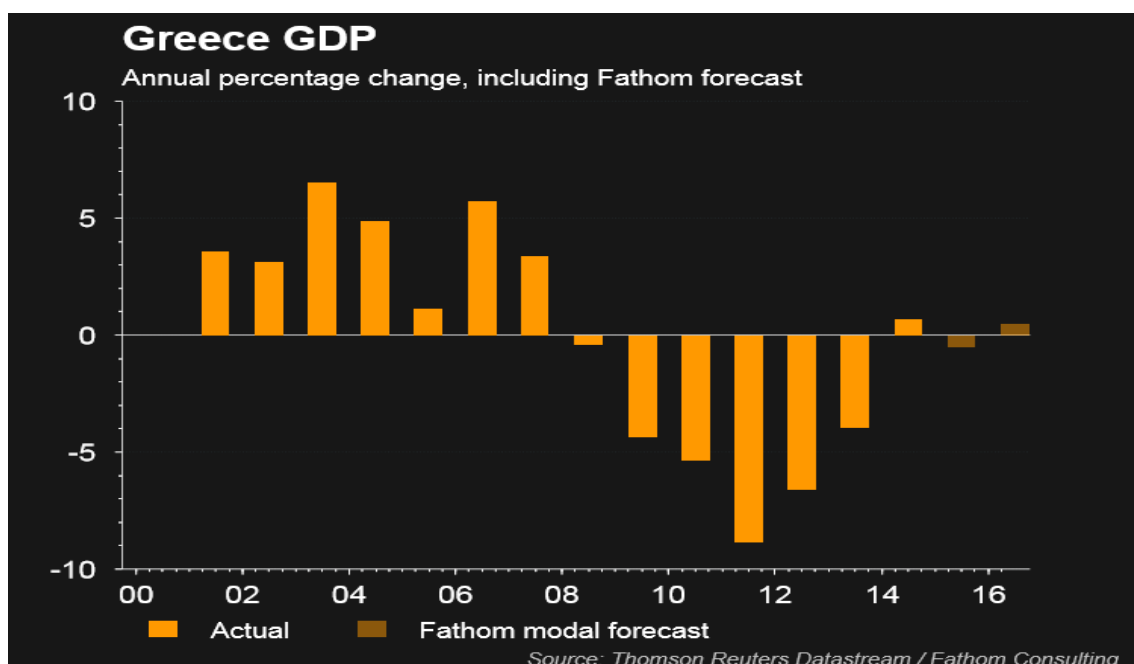
## Euro futures positioning



### Todo mejora excepto para Grecia

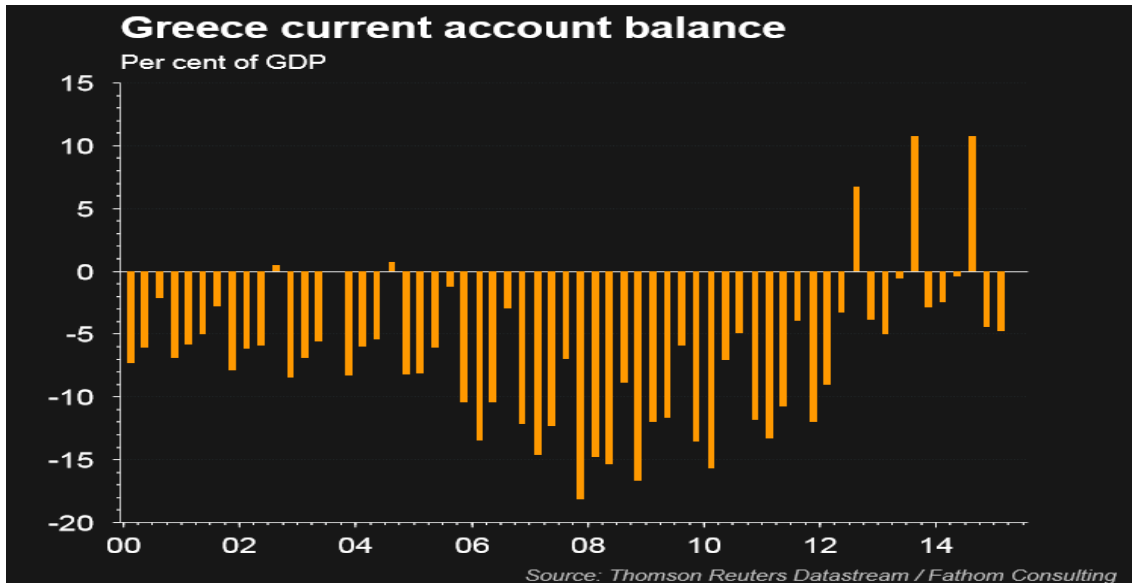
Cuyo PIB, tal y como se ve en el gráfico inferior, ha tenido un comportamiento especialmente negativo, sin alivio apenas entre 2009 y 2015 .

### PIB de Grecia



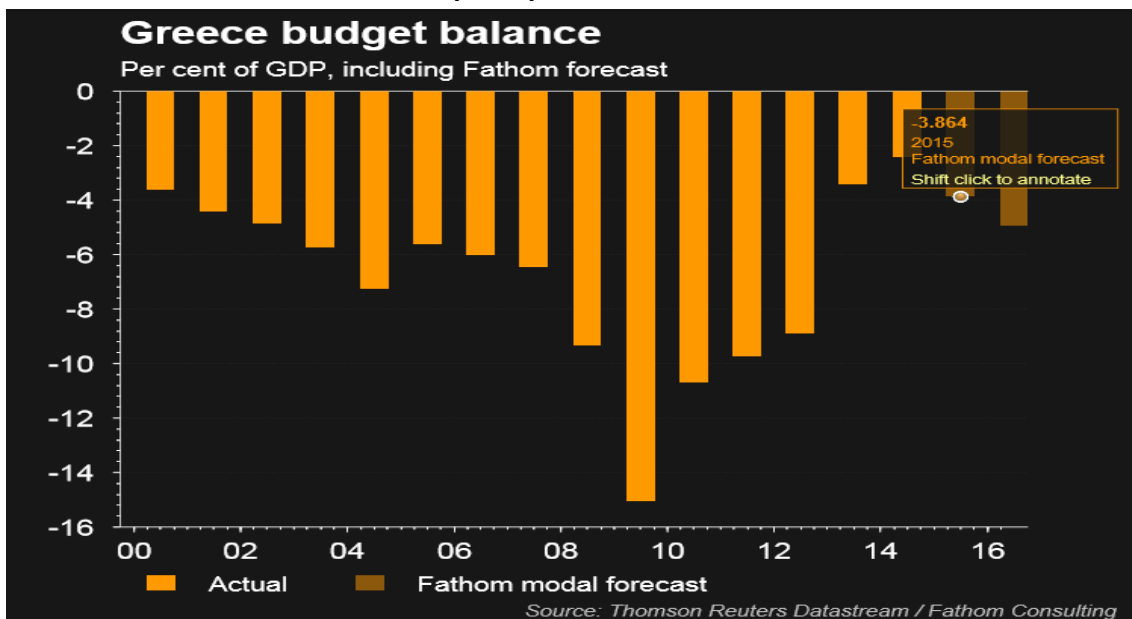
Algo que también le ha sucedido a su balanza de pagos por cuenta corriente, lo que obliga a Grecia a obtener financiación exterior:

## Balanza por cuenta corriente de Grecia



Y también ha hecho muy difícil el enderezar sus cuentas públicas:

## Déficit presupuestario en Grecia



En 2015, y tras las elecciones de enero, Grecia se vio envuelta en una agria discusión con la llamada troika (Comisión Europea, FMI y BCE) en la que negoció particularmente mal. Su orientación debería haber estado guiada más que por el choque directo, por:

- Mejor quita indolora o silenciosa de su deuda, alargando los vencimientos y con la expectativa de que terminara siendo deuda perpetua
- BCE: mantener línea estricta de liquidez sin recurrir a la ELA (liquidez de emergencia)
- Inclusión de la deuda griega Grecia en QE del BCE
- Plan humanitario

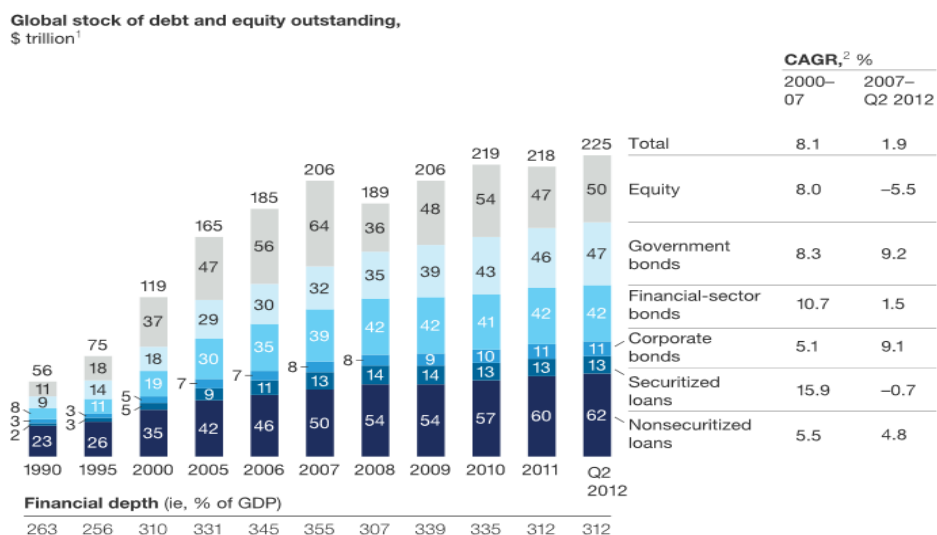
- Plan de estabilidad

En lugar de eso, hubo un cúmulo de errores como:

- Anunciar el impago de la deuda
- Repetir que Grecia estaba quebrada
- Lo que llevó a la bajada de la calificación crediticia de la deuda pública griega
- Retirada de la liquidez convencional por parte del BCE
- Exclusión del QE

Olvidando que las deudas “no se pagan; se renuevan” debido a:

- La enorme masa de ahorro mundial: 225.000 millones de dólares en una estimación conservadora.



<sup>1</sup>End-of-year figures for a sample of 183 countries, based on constant 2011 exchange rates. Figures may not sum to totals, because of rounding.

<sup>2</sup>Compound annual growth rate.

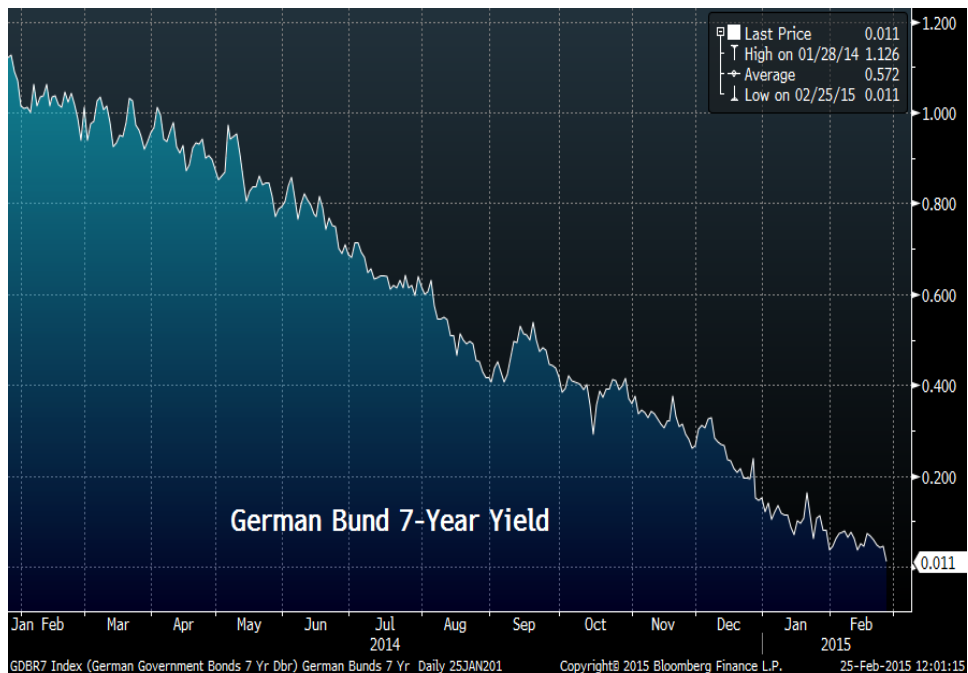
Source: McKinsey Global Institute analysis

- Con el nivel de endeudamiento actual casi todas las deudas de los estados son impagables: Gráfico con porcentaje sobre PIB de la deuda de distintos países

Total credit to the non-financial sector (core debt), % of GDP

	2010	2011	2012	2013	Q2 14	Q3 14	Q4 14	Q1 15	Change since end-2009
Argentina	49.2	48.0	50.8	55.0	57.4	56.2	58.2	57.4	5.3
Australia	200.5	203.3	210.3	218.5	222.4	225.5	230.2	236.1	31.9
Austria	236.1	234.4	237.3	233.3	236.8	236.3	241.8	246.2	17.2
China	188.6	188.2	203.4	220.3	230.0	231.5	234.6	240.4	56.7
Denmark	302.5	310.9	307.2	294.8	293.3	298.8	296.2	295.7	-12.2
Finland	219.1	221.0	230.3	237.1	239.0	239.0	239.3	246.3	37.8
France	252.4	262.4	275.5	274.7	283.2	286.2	288.2	296.6	48.2
Germany	199.0	193.9	196.0	192.2	191.5	191.0	190.7	192.3	-3.1
Greece	246.8	231.0	283.2	300.8	305.8	303.4	299.3	291.7	49.4
Italy	244.2	235.2	255.8	260.7	272.8	271.8	272.4	279.7	35.7
Japan	351.5	369.1	374.1	382.4	382.8	384.7	392.7	389.7	36.6
Korea	204.6	210.8	216.3	219.7	223.5	225.4	228.0	231.2	23.9
Spain	275.9	282.8	289.0	289.3	294.5	294.8	292.9	293.0	22.8
United Kingdom	266.2	275.1	279.2	263.2	262.4	264.7	271.1	269.0	4.1
United States	237.3	240.4	240.7	237.0	237.5	237.1	239.1	239.1	1.9

- Solo hay que mantener la confianza para que se renueven las deudas
- E intentar contener el crecimiento descontrolado de la deuda para que esa confianza no se pierda
- Además de tener en cuenta los tipos de interés negativos o casi negativos del momento, que facilitan el sobrellevar los costes financieros, como en el caso del gráfico inferior, con el bono alemán a 7 años.



Con todo esto Grecia se quedó fuera de las compras de deuda pública por parte del BCE, que tienen esta desagregación por países:

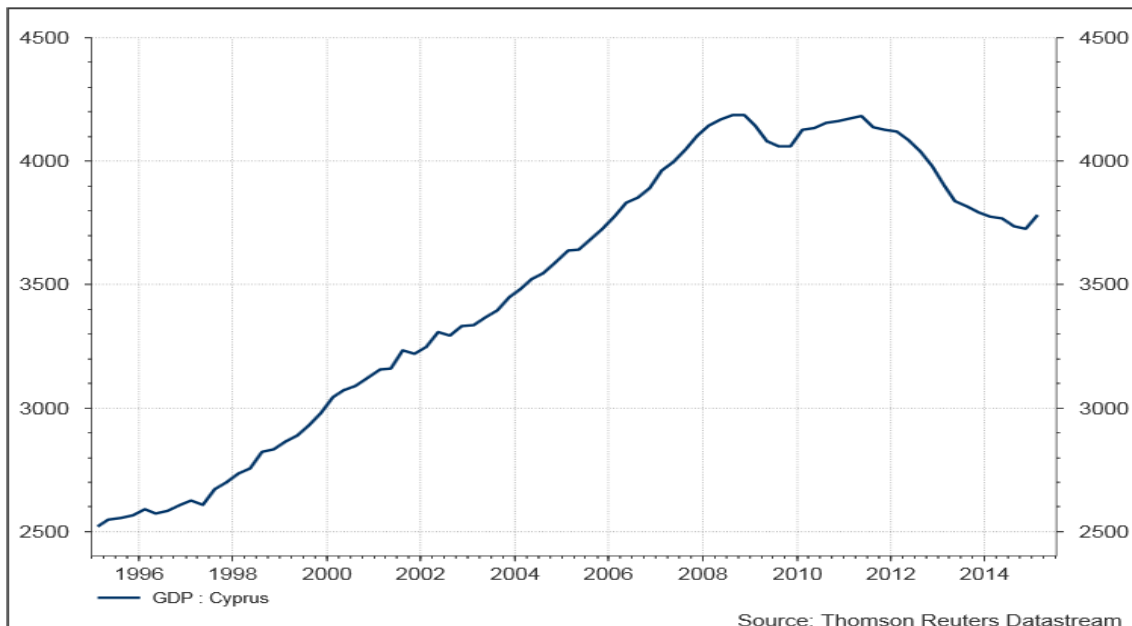
	Bonds to be Issued in 2015*	How much may be bought as	
	(bn, euro)	share of 400bn QE in 2015	QE as % 2015 Issuance
		(bn, euro)	Amount bought / (bonds to be issued)
Germany	147	102	70
France	192	81	42
Italy	270	70	26
Spain	142	50	35
Netherlands	48	23	47
Belgium	38	14	37
Greece	na	12	na
Austria	22	11	51
Portugal	13	10	76
Finland	16	7	45
Ireland	14	7	47
Slovakia	4	4	110
Slovenia	4	2	59

Source: Jefferies

La huida de capitales de Grecia, ante su incertidumbre privada y pública, no se ha hecho esperar y entre 2010 y 2015 hizo que salieran del país la mitad de sus depósitos: 125.000 millones de euros.

El impacto negativo sobre las economías de la huida de capitales es bien conocido pero en Chipre alcanzó dimensiones pocas veces vistas: -9,5%

**Impacto sobre el PIB de la huida de depósitos de Chipre en 2012: -9,5%**



La resolución de la crisis griega está muy próxima, al menos para un período de dos o tres años. Con un nuevo plan de rescate que ya negocian las autoridades griegas y la troika.

Decía Albert Einstein que:

“Engañar a las personas de uno en uno es mucho más difícil que engañarlas de mil en mil”.