



**La situación de la eurozona, lo llevamos diciendo hace tiempo en estas páginas, requiere de la concreción rápida de actuaciones que permitan la neutralización de serias amenazas.**

**EMILIO ONTIVEROS** es presidente de Afi y catedrático de Economía de la Empresa de la UAM.  
E-mail: eontiveros@afi.es

## La retórica de Draghi

Para que luego digan que no son importantes las instituciones. Algunos anuncios de las comunitarias, el BCE de forma destacada, han sido más influyentes en el comportamiento de los mercados financieros que las decisiones de los gobiernos nacionales de la eurozona. Las declaraciones de intenciones acerca de la futura orientación de la política monetaria o de la concreción del horizonte de transición a la Unión Bancaria se han impuesto a los resultados en las finanzas públicas de muchos países, nada expresivos de mejoras en la solvencia pública. En realidad, las muy significativas subidas en la cotización de los bonos del tesoro de las economías periféricas coexisten con aumentos no menos destacados en los stocks de deuda pública y con dificultosas mejoras en los déficits públicos. Una lección que no puede caer en saco roto, aunque ésta sea tardía.

Tarde fue, el 26 de julio de 2012, cuando el BCE anunció su intención de adoptar decisiones como las propuestas dos meses después de instrumentar su OMT, siglas en inglés del programa de compras de deuda pública en el mercado secundario. Tampoco fue una reacción diligente la articulación del horizonte de integración bancaria, de disposición de mecanismos homogé-

os de supervisión y resolución de crisis. Más recientemente, fue el anuncio, tras la última reunión del Consejo de Gobierno del BCE de que estaba preparado para adoptar decisiones excepcionales para neutralizar las tensiones desinflacionistas de la eurozona y la excesiva apreciación del tipo de cambio del euro, con un lenguaje nada críptico, suficientemente explícito, amparado en la unanimidad de su consejo.

En todos los casos, la reacción de los mercados ha sido evidente: los analistas e inversores han incorporado a sus expectativas esa retórica con mayor credibilidad que los propósitos de enmienda fiscal o decisiones de reforma de los gobiernos. Eso no quiere decir, subrayo, que estas últimas no sean relevantes y necesarias. Simplemente, que su virtualidad es limitada si no se presentan estrechamente vinculadas en el tiempo a decisiones comunes, fortalecedoras de la capacidad defensiva que pueden poner de manifiesto las instituciones. Ello cuestiona también esa sensación de impotencia que con frecuencia se tiene frente al poder de los mercados, frente a la fatal subordinación de las autoridades a los poderosos operadores financieros.

Hechas estas consideraciones, es verdad que la utilidad de la retórica

**RENTING UNICAJA**

**RENTING, MUCHO MÁS QUE UN COCHE NUEVO**



Mantener un vehículo de empresa siempre a punto supone una gran cantidad de gastos. Por eso Unicaja le ofrece el Servicio de Renting, con el que su nuevo coche tiene toda una gama de ventajas de serie:

|                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    |                                                                                                                                                                                                                                                            |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <p> 1. Exceso coche cuando quiera</p> <p> 2. Pague uno solo cuota y no se le lleve sorpresa</p> <p> 3. Libre el máximo de kilometraje</p> | <p> 4. Defensa del tipo de contrato</p> <p> 5. Todos los servicios incluidos</p> |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|



Infórmese en unicajas y ¡buen viaje!

tiene sus límites: acaba teniendo fecha de caducidad, si la misma no tiene correspondencia en las decisiones. Y la situación de la eurozona, lo llevamos diciendo hace tiempo en este espacio, requiere de la concreción rápida de actuaciones que permitan la neutralización de serias amenazas: una actividad económica anémica, un comportamiento inquietante de la inflación, que ha desautorizado las previsiones que hasta la semana pasada manejaba el propio BCE, un tipo de cambio del euro que es un obstáculo a la competitividad externa y, no menos importante por más conocido, un racionamiento crediticio y una fragmentación financiera en el seno del área monetaria que afecta de forma particular a las pequeñas y medianas empresas de la periferia.

Frente a esos problemas importantes, directamente vinculados a las tareas del BCE, éste puede actuar reduciendo sus tipos de interés de referencia o comprando activos financieros de diversa na-

**PREVISIONES DE CRECIMIENTO, INFLACIÓN Y TASA DE PARO PUBLICADAS POR EL BANCO CENTRAL EUROPEO (%)**

|                                                               | 2014 | 2015 | 2016 |
|---------------------------------------------------------------|------|------|------|
| <b>IPC armonizado</b>                                         |      |      |      |
| SPF 2T 2014                                                   | 0,9  | 1,3  | 1,5  |
| SPF 1T 2014                                                   | 1,1  | 1,4  | 1,7  |
| Proyecciones macroeconómicas de expertos del BCE <sup>1</sup> | 1,0  | 1,3  | 1,5  |
| Consensus Economics <sup>2</sup>                              | 0,9  | 1,3  | 1,5  |
| Barómetro eurozona <sup>2</sup>                               | 0,9  | 1,3  | 1,7  |
| <b>PIB real</b>                                               |      |      |      |
| SPF 2T 2014                                                   | 1,1  | 1,5  | 1,7  |
| SPF 1T 2014                                                   | 1,0  | 1,5  | 1,7  |
| Proyecciones macroeconómicas de expertos del BCE <sup>1</sup> | 1,2  | 1,5  | 1,8  |
| Consensus Economics <sup>2</sup>                              | 1,2  | 1,5  | 1,6  |
| Barómetro eurozona <sup>2</sup>                               | 1,2  | 1,6  | 1,6  |
| <b>Tasa de desempleo</b>                                      |      |      |      |
| SPF 2T 2014                                                   | 11,8 | 11,5 | 11,0 |
| SPF 1T 2014                                                   | 12,1 | 11,7 | 11,2 |
| Proyecciones macroeconómicas de expertos del BCE <sup>1</sup> | 11,9 | 11,7 | 11,4 |
| Consensus Economics <sup>2</sup>                              | 11,9 | 11,6 | —    |
| Barómetro eurozona <sup>2</sup>                               | 11,9 | 11,6 | 11,7 |

1. Datos de marzo 2014.

2. Datos de abril 2014.

Fuente: Afi, BCE a partir de Survey of Professional Forecasters.

turalidad. Estas son algunas de las decisiones posibles:

i. Reducir los tipos de interés aplicables en sus operaciones principales de financiación, la facilidad marginal de crédito y la facilidad de depósito que se mantienen en el 0,25%, el 0,75 % y el 0,00 % respectivamente, hasta hacer negativa la segunda.

Estas decisiones son posibles, e incluso bastante probables, pero dado el reducido nivel en el que actualmente se encuentran, su impacto sobre las expectativas de inflación no sería muy significativo, además de no favorecer precisamente a los bancos en situación más delicada. Buscarían una señalización acerca de la disposición de alerta del banco central.

2. Dejar de esterilizar las tenencias de bonos que hizo en el contexto del *Securities Markets Programme* (SMP), mediante las intervenciones en los mercados de deuda pública llevadas a cabo entre febrero de 2010 y febrero de 2012, programa que expiró en septiembre de 2012.

3. Llevar a cabo nuevas operaciones de refinanciación a largo plazo, condicionándolas a la financiación neta al sector privado.

4. Realizar compras de activos: cualquier modalidad de «Quantitative Easing», por ejemplo:

i. Bonos de tesoros de miembros de la UME. Tendría un efecto positivo, pero plantea problemas políticos y técnicos en un área monetaria con 18 miembros. La adquisición de bonos del tesoro de las economías periféricas exclusivamente no tendría precisamente la mejor acogida en Alemania.

ii. Bonos emitidos por instituciones europeas: del Banco Europeo de Inversiones (BEI), por ejemplo.

iii. Bonos de empresas privadas europeas, incluso de empresas financieras, bancos y compañías de seguros.

iv. Asset Backed Securities (ABS) o titulaciones de activos del sector privado. Es un merca-

## RENTING UNICAJA

**RENTING, MUCHO MÁS QUE UN COCHE NUEVO**



Mantener un vehículo de empresa siempre a punto supone una gran cantidad de gastos. Por eso Unicaja le ofrece el Servicio de Renting, con el que su nuevo coche tiene toda una gama de ventajas de serie:

- 1. Excepcional coste cuando quiera
- 2. Pague una sola cuota y no se le olviden los impuestos
- 3. Libre el máximo de kilometraje posible
- 4. Defensa del impuesto de matriculación
- 5. Todos los servicios incluidos

¡Infórmese en unicajas y ¡buen viaje!



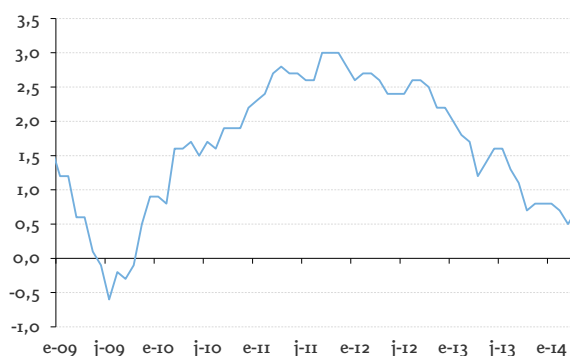
do que se ha reducido muy significativamente como consecuencia de la crisis; solo hay 760.000 millones de dólares disponibles y puede estimularse su creación, como intenta el BCE. Los problemas técnicos de esta opción no son menores –como dilucidar quién asumiría los riesgos (el propio BCE o los bancos centrales nacionales)– y no facilitarían su aplicación inmediata, pero su impacto sería positivo.

v. Bonos de tesoros extranjeros. Serían operaciones propias de la intervención de los bancos centrales en los mercados de divisas, en los términos sugeridos por el propio G7 en febrero de 2013, como se señalaba en un [documento reciente del Bruegel Institute](#).

Jeffrey Frankel, hoy profesor en la Universidad de Harvard, sugiere que esos bonos sean del Tesoro de EEUU. Sus efectos serían doblemente positivos: se ampliaría la oferta monetaria de la eurozona, la inflación ascendería y el euro se depreciaría frente al dólar. Es verdad que esto no le gustaría demasiado a EEUU, pero hay que tener en cuenta que el tipo de cambio del dólar lleva demasiado tiempo en mínimos, penalizando de forma significativa a numerosos exportadores europeos.

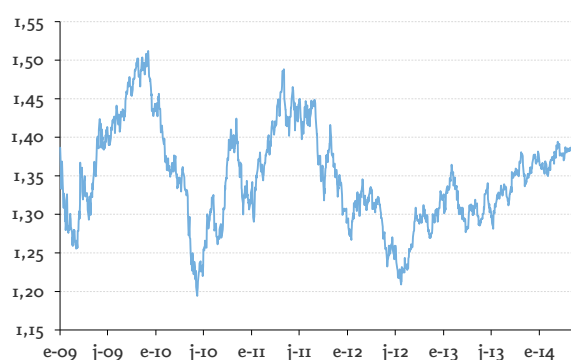
Como se ve, el menú no es muy limitado. La elección dependerá, en primer lugar, de la inquietud que transmitan las nuevas previsiones de inflación en la eurozona (véase gráfico) y, en especial las relativas a las economías periféricas, que son las que tienen mayores niveles de endeudamiento y una recuperación más precaria. En lo que sería fácil convenir es en que el riesgo de decepción es elevado. Después de la retórica maneja-

## Inflación del área euro (%)



Fuente: Afi, Eurostat.

## Tipo de cambio USD/EUR



Fuente: Afi, BCE.

da por el presidente del BCE, de la exhibición de la unanimidad con que se ha pronunciado su consejo de gobierno sobre la necesidad de hacer algo en la próxima reunión, si esas declaraciones no tuvieran correspondencia en decisiones eficaces y rápidas, podría originar consecuencias adversas. Esa capacidad oracular, délfica, que ha demostrado Mario Draghi, podría derrumbarse. Y todos perderíamos, no solo tiempo, me temo ::

Artículo aparecido en «Finanzas a las gh.», blog de Afi en El País.

**RENTING UNICAJA**

**RENTING, MUCHO MÁS QUE UN COCHE NUEVO**



Mantener un vehículo de empresa siempre a punto supone una gran cantidad de gastos. Por eso Unicaja le ofrece el Servicio de Renting, con el que su nuevo coche tiene toda una gama de ventajas de serie:

 1. Exceso coche cuando quiera

 2. Pague una sola cuota y no se le finiquita

 3. Libre el máximo de kilometraje

 4. Diferencia del pago consumo

 5. Todos los servicios incluidos

**Unicaja**

Infórmese en unicajas y ¡buen viaje!

40 EMPRESA GLOBAL JUNIO 2014