

“...WHATEVER IT TAKES...”¹ (LO QUE SEA NECESARIO)

El jueves 26 de julio de 2012, en plena crisis de la deuda soberana europea, el italiano Mario Draghi (ver Anexo 1), en calidad de presidente del Banco Central Europeo (BCE) se reunió en Londres con un representativo grupo de inversores institucionales².

Veinte palabras de su discurso aquel día iban a ser clave para el discurrir de aquella crisis que azotaba a Europa y a buena parte del resto de las economías mundiales desde el estallido de la burbuja inmobiliaria³ en 2007.

Entender la elección de esas palabras, el marco donde fueron pronunciadas y a la persona de cuyos labios salieron sigue siendo un tema del mayor interés en el ámbito de la comunicación, pues exige considerar por un lado la credibilidad de quien las formuló y por otro la interpretación que hicieron de ellas los destinatarios del mensaje.

¹ Caso de la División de Investigación de San Telmo Business School, España. Preparado por los profesores José Manuel Cansino Muñoz-Repiso y Joaquín Aguirre Berrueto, de San Telmo Business School, para su uso en clase, y no como ilustración de la gestión, adecuada o inadecuada, de una situación determinada.

Copyright © septiembre 2026, Fundación San Telmo. España.

No está permitida la reproducción, total o parcial, de este documento, ni su archivo y/o transmisión de ninguna forma o por cualquier medio, ya sea electrónico, mecánico, por fotocopia, por registro o por otros procedimientos, sin la autorización expresa y escrita de Fundación San Telmo.

Para pedir copias del mismo o pedir permiso para usar este caso, por favor póngase en contacto con el departamento de Edición de Casos, a través del teléfono en el +34 954975004 o por correo electrónico a la dirección casos@santelmo.org.

² Los inversores institucionales son entidades que gestionan grandes cantidades de dinero, orientadas a maximizar su rentabilidad aunque sujetas —dependiendo de su naturaleza— a algunas restricciones. Engloban, por ejemplo, a gestoras de fondos de pensiones y fondos de inversión, bancos y cajas de ahorro, sociedades de inversión, compañías de seguros, ... En 2019 se estimaba que movían una cantidad de dinero próxima a los 104 trillones de dólares americanos (billones españoles). Algunos de ellos, como Black Rock, presentaban una envergadura de 10 trillones de dólares, y otros, como el Plan de Pensiones de los Maestros de Ontario, alcanzaban los 207 billones de dólares.

³ En junio de 2007 quebraron dos fondos de Bear Stearns vinculados a hipotecas *subprime*. En agosto, BNP Paribas suspendió reembolsos en varios de sus fondos por falta de liquidez. Sin embargo, el colapso más famoso en los inicios de esta crisis, el que dio paso a la denominada “gran recesión”, tuvo lugar ya en 2008 con la quiebra del banco Lehman Brothers. Se trataba del cuarto mayor banco de inversión estadounidense. Bear Stearns (igualmente norteamericano) actuaba como banco de inversión especializado en mercados financieros y titulaciones hipotecarias, mientras que BNP Paribas (Francia) era uno de los mayores bancos europeos.

PEDIR PRESTADO BAJO SOSPECHA DE INSOLVENCIA. LA PRIMA DE RIESGO COMO PROBLEMA DE CONFIANZA

La crisis de 2007, los rescates bancarios y el aumento en el coste de las prestaciones por desempleo obligaron a los países miembros de la Unión Europea⁴ (UE) a aumentar las emisiones de deuda pública para conseguir los recursos financieros necesarios que equilibrasen el desfase entre gastos crecientes e ingresos menguantes.

Los departamentos del tesoro, adscritos a los ministerios de hacienda, son los responsables de emitir periódicamente el volumen de deuda pública o soberana que los estados necesitan para hacer frente a sus pagos cuando experimentan desfases entre los ingresos y los gastos.

El endeudamiento creciente de los estados, unido a la fuerte recesión económica⁵, hacía aflorar sospechas sobre la solvencia entre los posibles compradores de deuda. Estas sospechas se repartían asimétricamente entre los países, penalizando a los más endeudados y económicamente más débiles. En las sucesivas emisiones de deuda soberana por parte de estos estados bajo sospecha de insolvencia, estas circunstancias obligaban a ofrecer mayores rentabilidades con las que compensar a los compradores por el mayor riesgo asumido.

La diferencia entre la rentabilidad ofrecida por un país con riesgo de insolvencia y a la ofrecida por otro sin él se denomina “prima de riesgo”. En el ámbito de la UE, el país considerado libre de riesgo es Alemania⁶, y en el resto del mundo, EE. UU. Si el riesgo de insolvencia aumenta y la prima continúa deteriorándose, su valor o *spread*, es decir, la escala respecto al valor seguro, aumenta.

Cuando un título de deuda soberana (generalmente denominado bono⁷) se emite por primera vez se negocia en el mercado primario (ver Anexo 2). Si un comprador de bonos tiene necesidad de liquidez y no puede esperar al momento de su vencimiento, puede venderlo anticipadamente en el denominado mercado secundario. Pero el precio del bono original en el mercado secundario, en las habituales condiciones (compite con emisiones nuevas con rentabilidades crecientes), se devalúa.

⁴ La Unión Europea (UE) es la organización política y económica de integración continental de 27 Estados miembros, mientras que la eurozona (o zona euro) se restringe únicamente al subconjunto de países de la UE que han adoptado el euro como moneda oficial. Por su parte, el Banco Central Europeo (BCE) es la institución monetaria supranacional independiente que gestiona el euro y define la política monetaria de dichos países. A su vez, se diferencia del Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC), el cual engloba tanto al BCE como a los bancos centrales nacionales de todos los Estados miembros de la UE, incluidos aquellos que aún no utilizan la moneda común.

⁵ La caída del banco estadounidense Lehman Brothers en 2008 se considera el inicio de lo que se ha conocido como la “Gran Recesión”, crisis económica mundial que afectó especialmente a los países más desarrollados y dio lugar a numerosas quiebras empresariales, rescates financieros y a una importante crisis de deuda, especialmente en los países de la eurozona.

⁶ Se usa a Alemania para medir la prima de riesgo del resto de países de la eurozona porque su economía es considerada la más sólida y solvente, con una calificación crediticia máxima (AAA) y una liquidez insuperable, lo que convierte sus bonos a diez años (los *Bunds*) en el activo más seguro y libre de riesgo frente al cual los mercados evalúan el sobre coste que deben pagar los demás Estados por su propia deuda.

⁷ En la categoría de “bono” se puede incluir los diferentes títulos de renta pública y privada de renta fija (letras, pagarés, obligaciones, ...).

Cuando los inversores anticipaban un deterioro en la solvencia de un Estado, exigían mayor rentabilidad para comprar su deuda. Esa expectativa podía trasladarse a nuevas emisiones y retroalimentar nuevas subidas de la prima de riesgo.

Llevando esta mecánica al conjunto de la economía europea, estas prácticas provocaban caídas generalizadas en los precios de los activos financieros, subidas adicionales de las primas de riesgo y aumentos en los costes financieros para los estados, las familias y las empresas⁸.

GLOBAL INVESTMENT CONFERENCE (CONFERENCIA MUNDIAL DE INVERSIONES)

En julio del 2012, Londres, la capital financiera de Europa, esperaba ilusionada la inauguración de los XXX Juegos Olímpicos de verano. El entonces primer ministro del Reino Unido, David Cameron, había organizado una serie de conferencias financieras en paralelo al evento deportivo. Con ellas proyectaba poner de manifiesto el excelente estado económico y social del Reino Unido, y su capacidad para atraer capital y generar negocio.

A estas conferencias asistían, además de representantes de los mayores inversores institucionales mundiales, muchos de los responsables de las principales instituciones financieras y políticas, entre ellos Christine Lagarde —directora gerente del Fondo Monetario Internacional—, Jack Lew —jefe de gabinete del presidente de Estados Unidos, Barack Obama—, gobernadores de multitud de bancos centrales, así como numerosos periodistas especializados.

En este escenario, el 26 de julio, Mario Draghi participaba en una sesión titulada “Cómo gestionar los retos globales”, junto con Mervin King, gobernador del Banco de Inglaterra (nombre que recibe el Banco Central del Reino Unido), Agustín Carsten del Banco de México, o Alexandre Tombini, del Banco de Brasil.

¿QUÉ MARGEN DE ACTUACIÓN TENÍA MARIO DRAGHI AL FRENTE DEL BCE?

La potestad de emitir billetes de euro. Tanto como fuesen necesarios para garantizar cualquier compra de nuevas emisiones de deuda de los estados miembros de la UE. A su favor jugaba crucialmente que la inflación estaba bajo control (la tasa de inflación europea en julio de 2012 era del 2,5%), ya que de otra manera no hubiese sido posible aumentar en tal magnitud la oferta monetaria. Financieramente, cada vez que se emitían nuevos billetes para garantizar una nueva compra de deuda, en el pasivo del balance del Banco Central Europeo se generaba igual cantidad de euros emitidos como en el activo bonos adquiridos por el mismo valor.

⁸ El conocido como “riesgo país” acaba siendo el punto de partida de todas las operaciones de préstamos de la banca comercial, tanto a empresas como a particulares.

Durante la crisis de la deuda soberana posterior a 2008, los costes financieros de las empresas y familias europeas en los países de la periferia (como España, Italia o Portugal) se dispararon de forma notable. Los bancos de estos últimos Estados, muy presionados por la deuda de sus propios gobiernos y las dudas sobre su solvencia, encarecieron y restringieron drásticamente el crédito. Como resultado, las pymes y los hogares en estos países soportaron tipos de interés mucho más elevados y afrontaron serias dificultades para acceder a financiación, lo que ahondó la recesión económica y frenó la inversión y el consumo durante años.