

Curso Especialista en Hacienda y Finanzas Públicas 2009-2010

**ENTORNO MACROECONÓMICO
DE LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS ESPAÑOLAS.**

RESUMEN (*)

José María Pérez de Villarreal González de Arrilucea

(*) Se resumen algunas de las conclusiones del Informe Anual 2008 del Banco de España. El Cuadro 1.1 de este informe es el marco referencial de estas notas, así como el panel de previsiones de FUNCAS para el año 2009 y 2010.

I.- Análisis de la demanda

1. La economía española, tras comportarse dinámicamente en los últimos años creciendo a un ritmo medio del 3,5% en el quinquenio 2003-2007, porcentaje bastante mayor que el registrado en la UE, pinchó en el 2008 con un crecimiento del PIB de 1,2%, iniciando una recesión, que se ha manifestado con toda crudeza en el 2009, y que según últimas previsiones (véanse las de FUNCAS) supondrá para este año una caída del Producto Interior Bruto cercana al 4 %.
2. De los dos factores determinantes de la demanda interior, fue la demanda nacional (C+FBC+ G) la que se deprimió en el 2008, mientras que la demanda exterior neta (X-M) contribuyó positivamente en la evolución del PIB frenando su caída. Comportamientos éstos contrarios a los registrados en los años anteriores.

I.-1) Demanda nacional

3. El componente de la demanda nacional que más contribuyó al dinamismo pasado y que ahora protagoniza la recesión es el consumo privado, que de crecer en dicho quinquenio por encima del 3,7% pasó a estancarse en el 2008 y a desplomarse en el 2009 (un 5 % según FUNCAS). Ha de tenerse en cuenta, para calibrar la importancia del desplome del consumo, que su peso relativo en el PIB se acerca al 60%.
4. El desplome del consumo privado se ha debido en gran medida a la merma de la riqueza total (financiera e inmobiliaria) de las familias debido al colapso de las bolsas de valores y del mercado de la vivienda, pero, sobre todo, al clima de creciente incertidumbre y temor que les rodea, tal como indica el enorme bajón del índice de confianza del consumidor y el repunte espectacular del ahorro por motivo de precaución.
5. La evolución de la renta real disponible de los hogares sostenida en parte por la contribución de las AA.PP. (menores impuestos y más prestaciones) no fue tan desfavorable en el 2008, por lo que no incidió tanto en el consumo. Sin embargo, el comportamiento de esta variable en el 2009 probablemente será mucho peor por la elevación de la tasa de paro y consiguiente minoración de las rentas laborales, lo cual incidirá en el consumo tal como prevé FUNCAS.
6. El ritmo de crecimiento del consumo público, por encima del 5% como promedio del periodo 2003-2007, y un 6,3 % en el 2008 contribuyó positivamente al crecimiento del PIB, y probablemente contribuya en el 2009 (pues crece por encima del 4%) a frenar la caída del PIB, aunque la importancia de esta variable es menor que la del consumo privado debido a que es un componente de demanda con menor peso relativo (18 % del PIB).
7. La formación bruta de capital descendió un 2,8% en el 2008, tras haber crecido notablemente en años anteriores, sobre todo la inversión en bienes de equipo que en el trienio 2005-2007 lo hizo al 10 %. La inversión en vivienda cayó un 10% evidenciando la grave crisis por la que atraviesa el sector inmobiliario. Sólo la construcción no residencial parece sobrevivir al desastre. Especialmente grave es el pronóstico sobre la inversión productiva que hace FUNCAS para el año 2009, más de un 20% de caída, pues esta variable es decisiva para mejorar la capacidad productiva del sistema y elevar la productividad del factor trabajo.

1.-2) La demanda exterior neta

8. La economía española sigue perdiendo competitividad exterior, reflejada en el aumento del Tipo de Cambio Efectivo Real (TCER) respecto a los países desarrollados, y en especial respecto a la UE.
9. Tanto la apreciación del euro (reflejada en la evolución del TCEN) como el diferencial de inflación (mayor en España) explican la pérdida de competitividad exterior de España frente a los países desarrollados (el TCER pasa de 104 a 117 entre 2003-2008), mientras que, frente a la UE - área donde tiene lugar la mayor parte del comercio exterior español- la pérdida de competitividad (aumento de casi 8 puntos en el TCER) se ha debido sólo al diferencial de inflación (en torno a un 1% de media entre 2003-2008).
10. Sin embargo, a pesar del deterioro de la competitividad exterior, el comportamiento de la demanda exterior neta (X-M) ha cambiado de signo, pasando de ser una rémora en la evolución del PIB a favorecerla. Ello se ha debido no tanto al buen comportamiento de las exportaciones, que de hecho se estancaron al pasar de crecimientos del 6 y 5 % en los años 2006 y 2007 hasta un 0,7 % en el 2008, como al notable descenso de las importaciones, que se hundieron al caer un 2,5 % tras haber crecido en esos años un 10 y un 6%.
11. Las exportaciones se estancaron por su pérdida de competitividad y por el deterioro de la actividad económica internacional, mientras que las importaciones de productos extranjeros, a pesar de abarataarse con respecto a los bienes y servicios españoles, se desplomaron por el debilitamiento de la economía española. Según previsiones de FUNCAS para el 2009, tanto exportaciones como importaciones registrarán tasas de variación muy negativas, pero la caída de las importaciones seguirá siendo mayor que la de las exportaciones, frenando de esta manera el descenso del PIB y el deterioro de la balanza de pagos.

1.- 3) Ahorro y Cap. (+) ó Nec. (-) de financiación nacional

12. El ahorro nacional, o de los residentes en España, ha seguido descendiendo en relación al PIB. En el 2008 se situó ya en el 20% PIB y sigue a la baja en el 2009. El análisis por sectores muestra que el descenso del 2008 y 2009 se debe al menor ahorro de las AA.PP que se han alejado de la pauta ahorradora de años anteriores por la crisis. Crisis que, por el contrario, está elevando la propensión a ahorrar de los hogares y las empresas no financieras, de modo que han aumentado sus cifras de ahorro en relación al PIB.
13. En el caso de las familias, la percepción de incertidumbres en los mercados financieros y laborales ha provocado una abrupta elevación del porcentaje de renta disponible que ahorran por motivos de miedo o precaución. En el caso de las empresas, las restricciones crediticias que están soportando por los problemas de iliquidez y desconfianza que atenazan a bancos y cajas de ahorro, les han llevado a reforzar su auto-financiación reteniendo como ahorro (y no repartiendo como dividendo) una proporción mayor de los beneficios. El caso de las AA.PP se analizará posteriormente.
14. La inversión o formación bruta de capital nacional también se resintió en el 2008 bajando desde el 31% hasta el 29 % del PIB. Al contrario de lo que ocurre con el ahorro, es el sector privado el protagonista de esta caída, ya que las AA.PP

mantuvieron su FBC en el 3,9% del PIB. Las previsiones de FUNCAS sobre esta variable para el 2009 y 2010 son muy pesimistas, pues la sitúan en el 24 y 21 % del PIB respectivamente, atribuyendo también este descenso al sector privado (familias y empresas no financieras).

15. Como consecuencia de la distinta evolución del ahorro y de la inversión a lo largo del periodo 2003-2008, la necesidad de financiación nacional (o déficit de la nación española) ha aumentado significativamente, pasando desde un 2,9 % del PIB en el 2003 hasta un 9,1% en el 2008. El mayor deterioro previsto para la FBC nacional, lleva a conjeturar a FUNCAS que este déficit tocará suelo en torno al 4% del PIB en los próximos dos años.
16. El análisis por sectores revela que mientras las AA.PP han pasado de registrar superávit a mostrar déficit, el sector privado (familias y empresas) frenan sus deterioros financieros. Las previsiones de FUNCAS apuntan a un déficit del sector público del 10 % y 11 % del PIB en los años 2009 y 2010, mientras que pronostican superávit del 6 y 7 % para el sector privado.

I.- 4) Detalles sobre AA.PP (Cuadro 5.2 del Informe anual 2008 del BE)

17. Con respecto a las AA.PP, hay que insistir en que su deterioro financiero se ha debido más a la negativa evolución de su ahorro que a la de la inversión que se ha mantenido bastante estable como porcentaje del PIB entre el 3,6% en el 2003 y el 3,8% en el 2008. Por otra parte, el des-ahorro público se explica mucho más por la caída de la renta pública disponible que por la evolución del consumo público, que sólo ha aumentado ligeramente en relación al PIB, desde el 17,4% en el 2003 hasta el 19,1 % en el 2008
18. La negativa evolución de la renta pública disponible se ha debido básicamente a la crisis que ha afectado tanto a los recursos tributarios como a las prestaciones sociales: por el lado de los recursos corrientes, ha sido notable el descenso de la recaudación directa (sobre renta y patrimonio) e indirecta (sobre producción e importación), que de suponer, en conjunto, el 24,6 % del PIB en el 2007 ha pasado a ser el 20,5 % en el 2008. Junto a este descenso de la recaudación, el aumento de las prestaciones sociales desde el 11,6 % al 12,3 % del PIB también ha contribuido a mermar las rentas públicas disponibles. Las demás partidas de recursos y empleos corrientes se han mantenido relativamente estables. Ni decir tiene que, para el 2009, se prevé una caída mucho mayor de las rentas públicas por la adversa evolución de los dos factores señalados, y consiguiente repercusión negativa en el ahorro público.
19. No todas las Administraciones Públicas se han comportado igual. Así, mientras la Seguridad Social siguió registrando superávit, la Administración Central se hundió en el déficit y las Administraciones Territoriales siguieron su curso deficitario tradicional. Véase el Gráfico 6.4
20. El deterioro de las finanzas públicas se notó claramente en el aumento de la deuda pública como porcentaje del PIB que rozó ya el 40 % a finales del 2008. A pesar de ello, la deuda pública española sigue estando en un nivel muy por debajo del nivel medio de la UME, próximo 70 % PIB. Véanse Cuadros 3 y 5 y el Gráfico 4.4.
21. La composición de la deuda pública se ha ido sesgando desde los años noventa hacia títulos de medio y largo plazo (bonos y obligaciones del Estado)

abandonando los instrumentos de corto plazo (pagarés y letras del Tesoro). Así, mientras estos últimos representaban el 40% del total de la deuda en 1995, en 2008 apenas llegan al 15 %; por el contrario, los primeros han pasado de un 60 a un 85%. El vencimiento medio ha pasado de 3,33 años en 1995 a 6,68 años en el 2008.

22. A finales del 2008, en torno al 57 % de la deuda pública del Estado en títulos de corto, medio y largo plazo (204.298 sobre 354.739 millones €) estaba en poder de instituciones privadas (Fondos de Inversión y de Pensiones) extranjeras, lo que supone que una parte importante de los intereses pagados por la deuda salen al exterior en forma de rentas financieras o de inversión.

II.- Análisis de la balanza de pagos, deuda exterior, oferta, empleo e inflación

II.- 1) Detalles sobre la Balanza de Pagos

(Cuadro 6.1.1 de la Monografía “Balanza de Pagos de España 2008”)

23. Que España registró una Necesidad de Financiación de un 9,1 % del PIB en el 2008 equivale a decir que incurrió en un déficit en Balanza de Pagos (por cuenta corriente y de capitales) de igual magnitud. En euros, este déficit fue de 98.898 millones. La acumulación de déficit frente al exterior implica un progresivo aumento de la deuda externa, la cual, como se verá más adelante, alcanza ya niveles que comienzan a preocupar.
24. En la vertiente real de la Balanza de Pagos, la balanza comercial, la más voluminosa, registró un déficit de 87.654 millones, casi un 4% inferior al del año 2007 que fue de 91.245. Esta mejoría, que se produjo a pesar de la adversa evolución del TCER, se debió, como ya se ha explicado, al descenso de las importaciones por el enfriamiento de la actividad interna española.
25. La balanza de servicios sigue registrando superávit, debido a la partida Turismo y Viajes, aunque su crecimiento se ralentiza. Entre 2007 y 2008, el saldo de esta partida aumentó sólo un 1%, lo que evidencia que el sector turístico ya no es lo que era. La balanza global se benefició del menor saldo negativo de la partida “otros servicios” (fletes, seguros, royalties).
26. La balanza de rentas se vuelve progresivamente más deficitaria, debido, sobre todo, a la partida de rentas financieras o de inversión, lo cual refleja el creciente endeudamiento exterior de la economía española. Entre el 2007 y 2008, este déficit creció más del 13 %. En millones de euros, desborda ya al superávit de la balanza de servicios (- 34.054 frente a + 28.066), anulando esta ventaja histórica de la Balanza de Pagos española.
27. La balanza de transferencias corrientes está registrando un déficit galopante, debido a las remesas que envían los inmigrantes a sus países de origen. La diferencias entre transferencias recibidas y concedidas aumentó desde – 7.066 millones € en el 2007 hasta -9.249 millones € en el 2008, un 31% más. De todas formas, debido al retorno de emigrantes y al desempleo de los que se quedan, las remesas menguarán durante la crisis.

28. El saldo de la Cuenta de capital, en la que se registran las transferencias de capital recibidas y otorgadas, sigue siendo positivo, e incluso creció en un 25 % entre el 2007 y 2008, pero su cuantía es significativamente menor que hace unos años en que llegó a suponer el 1 % del PIB, cuando las ayudas de la UE (tipo FEDER y demás) eran mucho más importantes.
29. En la vertiente financiera o Cuenta Financiera de la Balanza de Pagos, los saldos registrados en los últimos años han sido obviamente negativos. Recuérdese que, salvo la Partida de Errores y Omisiones, el saldo de esta cuenta y el saldo suma de la Cuenta Corriente y de Capital han de coincidir en cuantías, pero con signos contrarios. Así, por ejemplo, el saldo de la Cuenta Financiera en el 2008 fue 94.909,7 millones €, cifra que, una vez ajustada por los E y O, 3.988,8 millones €, coincide con el saldo negativo suma de la Cuenta Corriente y de Capital, - 98.898,8 €. (Véase Cuadro 6.1.1).
30. Comparando las transacciones reales (registradas en Cuenta Corriente) con las financieras (en Cuenta Financiera) se observa que los flujos de pasivo (ingresos) y de activos (pagos) de la cuenta financiera son mucho más abultados y volátiles que los correspondientes ingresos y pagos de la balanza por cuenta corriente. Ello refleja el grado de autonomía, o incorrelación, que están adquiriendo los movimientos financieros internacionales frente a los movimientos o transacciones reales.
31. Comparando los flujos de inversión directa y en cartera y los de otras inversiones (créditos y depósitos) registrados en los años 2007 y 2008, se observa claramente la huella de la crisis financiera internacional. Así, disminuyeron, casi a la mitad, las inversiones directas de España en el exterior (de 101.190 hasta 52.782 mill.€), y cayeron también las del exterior en España, aunque en menor medida, en un 11% (de 50.289 a 44.742 mill.€). En inversiones en cartera, dominaron las ventas sobre las compras de títulos valores españoles por parte de extranjeros (17.552 mill.€) tras las ingentes compras netas del año anterior (96.177); y se intensificaron las ventas netas de títulos valores extranjeros por parte de inversores españoles (de 8.601 en el 2007 a 28.640 mill.€ en 2008). Respecto a Otras Inversiones, mientras que los flujos financieros (vía depósitos y créditos) del exterior hacia España se mantuvieron (sólo descendieron desde 94.221 a 91.235 millones €), los flujos de España hacia el exterior bajaron abruptamente (desde 57.196 a 15.006). Como los protagonistas de estas “Otras inversiones” son las instituciones financieras, los movimientos reflejan la delicada situación por la que atraviesa la banca española.
32. La participación en los flujos financieros de las AA.PP fue también de “vaivén”. Como se muestra en el Cuadro 3.1, “ Detalle de la Cuenta Financiera de la Balanza de pagos”, la cartera de deuda pública en manos extranjeras descendió un 1,5% del PIB en el 2007, pero aumentó en un 1,6 % en el 2008. Por otra parte, en “Otras inversiones”, se registró un flujo crediticio recibido del exterior por valor de un 0,3% del PIB. Véase también el gráfico donde se ilustra la evolución (2000-2008) por sectores (excluido el Banco de España) del saldo financiero (VNP-VNA).

II.- 2) Detalles sobre la Deuda exterior

(Cuadro 17: “Balanza de pagos y Posición de Inversión Internacional” y Cuadro 7.9: “Deuda externa de España”)

33. Debido a la acumulación de déficit de Balanza de Pagos de los últimos ocho años, la Deuda Exterior de la economía española ha crecido de forma importante. En términos brutos, como acumulación sólo del conjunto de pasivos financieros (P), la deuda, en junio del 2009, sumaba 2.275 miles de millones € (más que 2 veces el PIB).
34. En términos netos, es decir, expresada como Activos Financieros Netos o diferencia entre los Pasivos Financieros y los Activos Financieros (P-A) acumulados, la deuda exterior ascendía en esa fecha a 889,6 miles de millones €, en torno al 82 % del PIB, cuando en el 2003 no llegaba a los 354, mm. € (en torno al 40 % del PIB).
35. La distribución de este porcentaje (81 % del PIB) de deuda neta **(P-A)** era aproximadamente la siguiente a finales del 2008: 50 % Instituciones financieras, 20 % AA.PP, 18 % el sector privado no financiero, mientras que el Bnaco de España era acreedor por valor entorno al 5 % del PIB.
36. Como las AA.PP apenas tienen activos frente al exterior, su deuda externa neta apenas se desvía de sus cifras de pasivo, que son éstos: 22.652 millones € en préstamos (la mayor parte recibidos por las CC.AA), 205.113 millones € en bonos y obligaciones del Estado y otro pasivo, residual, por valor de 7.882. En total 235.620 millones, cifra que, si se compara con la oficial del PIB en el 2008 (1.095 miles de millones), ronda el 21 % del PIB.
37. Si medimos la deuda externa sólo como el stock de títulos de deuda de largo y corto plazo en manos extranjeras y de todos los préstamos recibidos del exterior (sin tener en cuenta los títulos comprados y lo prestado por los españoles al exterior) medida ésta utilizada por organismos internacionales (como el FMI y BM) para hacer comparaciones entre países, entonces la cifra es 1.375,9 miles de millones de euros, en torno al 135 % del PIB.
38. Comparando el nivel de la deuda externa española así medida (como en punto anterior) con la de otros países, se puede comprobar, que a pesar de su crecimiento, todavía se sitúa en niveles “normales”, en relación al PIB, en una comparación internacional. Si nos guiamos por las estadísticas sobre deuda externa (expresada en dólares) del Banco Mundial, podemos constatar que la deuda externa española es el doble que la de Bélgica, similar a la de Holanda e Irlanda, la mitad que la de Francia y una cuarta parte que la del Reino Unido. Comparando los niveles de deuda con los respectivos PIB, observamos que el PIB español es tres veces el de Bélgica, dos veces el de Holanda y 9 veces mayor que el de Irlanda; que es más que la mitad del PIB francés, y desde luego, no una cuarta parte del británico, sino bastante más, cerca de dos tercios. Véanse para más detalles en este sentido, el referido cuadro de estadísticas del BM, que se ha explicado en clase y el Cuadro 3.17 del Estadísticas Complementarias de las Cuentas Financieras de la Economía Española 2008 del BE.

II.- 3) Análisis de la oferta

39. Por ramas productivas, en el 2008, fue el sector servicios, con un crecimiento real del 3,1 % y un peso relativo en el PIB del 62 %, el que contribuyó a que el PIB no sufriera mayor retroceso, junto con la aportación de las ramas energéticas cuya producción creció un 1,9%. Por el contrario, la actividad de las ramas industriales, segundas en peso relativo, decrecieron en un 3,7%, y el sector de la construcción, se hundió con un guarismo negativo del 3,3%. También decreció, un 0,6 %, la actividad de las ramas agrícola y pesquera.
40. Dentro del sector servicios, fue el segmento de "Servicios no de mercado" el más activo con un crecimiento del 4,8%, aunque su peso en el PIB (un 13,6) es más bajo que la media del sector. Ni decir tiene que este sub-sector engloba los servicios prestados por las AA.PP, que obviamente no son de mercado. Con ello queda de manifiesto, una vez más, por el lado de la oferta, el empuje de las AA.PP en tiempos de crisis.
41. La imposición indirecta se redujo ligeramente en términos reales (un 0,1 %), aunque en términos nominales (en euros corrientes) se desplomó en casi un 15% (desde 108.593 hasta 92.537 millones €), poniendo de manifiesto que la caída se debió básicamente al desplome de los precios implícitos de los productos y bienes gravados. Véase el Cuadro 1.4 titulado "*PIB a precios de mercado. Ramas de actividad. Precios corrientes*". Veremos más adelante, que esto se reflejará en la evolución de del índice de precios llamado Deflactor del PIB.

II.- 4) Empleo, paro y productividad.

42. El dinamismo de la economía española, medido por la tasa de crecimiento del PIB real, se reflejó, en el quinquenio 2003-2007, en una positiva evolución del empleo, que, en promedio, aumentó un 2,8 %. Sin embargo, la crisis se manifestó ya en el 2008 con una caída del 0,6 %, y en el 2009, según previsiones de FUNCAS, el empleo caerá más de un 6%.
43. Como consecuencia de ello, la tasa de paro, que se había reducido hasta un 8,3% en el 2007, repuntó en el 2008 hasta el 11,3 y en el 2009 amenaza con acercarse al 19%. Los sectores más afectados son el de la construcción, el industrial y el agrícola. Y obviamente, la destrucción de empleo se ha cebado con los asalariados con contrato temporal.
44. La caída del empleo en el 2008 favoreció la evolución de su productividad aparente, que suele medirse por la diferencia entre la tasa de variación del PIB y la del empleo. La productividad así conceptuada creció el año pasado un 1,8% y, según las estimaciones de FUNCAS, en el 2009 lo hará a un 3%. Ahora bien, esta evolución de la productividad no es demasiado sana, pues se cobra con desempleo. Más adelante hablaremos de la productividad genuinamente "buena", la que refleja sobre todo ganancia en "eficiencia".

II.- 5) Comportamiento de la inflación

45. El repunte de la productividad en el año 2008 ha compensado en parte el crecimiento de la remuneración por asalariado (un 5,3 %), de modo que el aumento de los costes laborales unitarios (CLU) se limitó al 3,4 %.
46. La recaudación de la imposición indirecta neta (IVA + otros impuestos sobre productos) decreció, como ya se ha dicho, casi un 15 % en términos nominales en el 2008, mientras que el PIB real aumentó un 1,2 %, de modo que la imposición indirecta unitaria (TIU) descendió aproximadamente un 13,8%, resultando ser, por lo mismo, un factor claramente deflacionista.
47. La ligera moderación de la inflación de los precios implícitos en el PIB (tasa de variación del deflactor), desde un 3,2 a un 3 %, a pesar del incremento de los CLU, obedece sobre todo a este efecto deflacionista del factor TIU y no a la evolución del excedente de explotación unitario (EEU), pues este factor creció casi un 5 % en el 2008. Véase el Cuadro de FUNCAS sobre “Inflación empleo y paro” y donde se detalla la evolución del excedente de explotación (un 5,7 % en términos nominales en el 2008 para un 0,9 % de crecimiento del PIB).
48. Si comparamos las tasas de variación del deflactor del PIB a lo largo del periodo 2003-2008 con las correspondientes al IPC, observamos que las primeras son en general más altas. Ello se debe al efecto deflacionista que supone la apreciación del euro. Recordemos que en la cesta del IPC (y no en la del PIB) se incluyen bienes importados.
49. La inflación, medida por la evolución del IPC, desciende abruptamente, como se percibe mejor en el Gráfico 5.11 sobre “Precios de Consumo y Defladores”. En el año 2009, el IPC, como sabemos, ha registrado tasas de variación interanual negativas durante la mayoría de meses, lo cual ha llevado a algunos a hablar de deflación, y de las graves consecuencias que los procesos deflacionistas acarrearán a las economías. Sin embargo, no está claro que se haya llegado a este extremo porque otros índices de inflación más estrictos o puros (la llamada inflación subyacente, o núcleo de inflación, que no tiene en cuenta los precios de los bienes y productos energéticos, y los volátiles de determinados alimentos) no han llegado todavía a tasas de variación negativas.
50. El diferencial de inflación con respecto a la UME (inflación medida por el IPCA) ha sido desfavorable para España, pues a lo largo del periodo señalado la inflación española ha sido, como media, un punto porcentual más alta que la europea. Conviene destacar que un punto porcentual de diferencia, cuando la inflación europea ha rondado el 2 %, significa España ha sido un 33 % más inflacionista que la UME. Esta diferencia ha perjudicado, como ya se ha destacado, la competitividad exterior de España.
51. En el Gráfico 21 de “Indicadores de Precios” se muestra cómo el Sector Servicios, que en gran medida no compite con el exterior (muchos de sus servicios son ‘no comercializables’ con el exterior), es el relativamente más inflacionista dentro de la economía española, mientras que el sector de bienes industriales no energéticos, el cual está abocado a competir con el exterior, es menos inflacionista. La apertura al exterior es clave en este sentido.

III.- Algunos Retos de Política Económica

III.-1) El reto de la productividad.

52. Convergencia nominal con Europa es la expresión clave que define el gran reto que la economía española tuvo que afrontar en los años noventa y que consistió en cumplir los requisitos establecidos en los Acuerdos de Maastricht (Diciembre de 1991) para formar parte de la UME: 1) déficit público y deuda pública no superiores al 3 % y 60 % del PIB, respectivamente; 2) estabilidad cambiaria; 3) tasa de inflación no superior en un punto y medio porcentual a la de los tres países menos inflacionistas; y 4) Tipos de interés de la deuda pública a 10 años no superior en dos puntos porcentuales a los tipos de interés medios de los tres países menos inflacionistas. España cumplió estos requisitos en mayo de 1998, excepto el referido a la deuda pública (que fue generalmente incumplido por los once países que formaron inicialmente la UME). Actualmente, dentro de la UME, la convergencia nominal está promovida por la política monetaria del BCE y por el Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC)
53. Hoy el reto de la política económica española es, más bien, la convergencia real, es decir, el acercamiento a la media UE en variables más representativas de la economía real y del bienestar. En este sentido, suele considerarse la convergencia en renta o producto real por habitante como el indicador relevante de la convergencia real. La renta real per cápita española ha crecido a lo largo de las últimas décadas en relación al valor medio de la UME hasta situarse en el 91,4 % en el 2008 (ver Cuadro 1.4 de “*Indicadores estructurales de la economía española y de la UE*” del 13 de julio del 2009) . Obviamente, el grado de convergencia a la UE = 27 es mayor, al incluir ésta zona países menos desarrollados. Sin menoscabo de lo logrado, el reto futuro es cerrar de forma permanente la brecha de 8,6 puntos porcentuales respecto a UME .
54. La evolución a la baja de la tasa relativa de dependencia y al alza la de la tasa de ocupación (cociente entre empleo y población 15-64 años), son lo que más ha contribuido a acercarnos a la media europea de renta real per cápita, mientras que la productividad del trabajo, otro factor importante para la evolución de esta variable, ha disminuido significativamente en relación a la UME, bajando desde el nivel 99 % del año 1995 hasta el 91,7 % en el 2008.
55. El incremento de la productividad constituye así otro reto de política económica en España. Dos factores importantes que afectan a esta variable son el Stock de capital por empleado y otro llamado “Productividad total de los factores”, que viene a ser un indicador de la eficiencia técnica y de gestión con que se aplican el conjunto de elementos que concurren en el sistema productivo, y que depende de la tecnología incorporada, de la organización empresarial (intra-empresa e inter-empresas) en curso, y de otros factores, como el grado de precariedad de los contratos laborales.
56. La evolución relativa (UME=100) del Stock de capital total por empleado no ha sido demasiado satisfactoria, pues a final del 2008 esta ratio era similar a la de 1995, un 77,8 % sólo, si nos atenemos los “*Indicadores estructurales de la economía española y de la UE*” ya mencionado. Los índices de capital productivo por empleado, algo más altos, tampoco muestran convergencia entre ambos años, y la mejoría en el 2008 sólo refleja la disminución del empleo en este año.

57. Lo más preocupante es la evolución relativa de la “Productividad total de los factores”. En el mismo Cuadro estadístico citado, el índice correspondiente a este factor muestra la decadencia de España: cae desde el valor 100 en el año 1995 hasta el 93 % en el 2008. Lo cual significa que España debe hacer un esfuerzo relativamente mayor en I+D, en mejorar su sistema educativo pre-universitario, universitario y extra-universitario y en reorganizar mejor sus empresas hacia dentro y hacia fuera.
58. La convergencia en renta real per cápita no es suficiente como único criterio para medir el acercamiento real al nivel de vida o bienestar en Europa, porque no tiene en cuenta la distribución de la renta. Se puede converger en renta per cápita y divergir, al mismo tiempo, en igualdad social. De ahí que sea conveniente completar la visión anterior con indicadores de gasto social relativo que nos den pistas en esta dirección. Afortunadamente, los indicadores de gasto social (en sanidad, prestaciones sociales y vivienda) que se recogen en el referido Cuadro 1.3 muestran que España converge a las pautas europeas, aunque las distancias son todavía muy grandes, pues en el año 2006 el nivel de gasto social relativo era 82,4% frente a UME=100.

III.-2) El reto de la Seguridad Social

59. Hay aritmética desagradable o sombría sobre las cuentas futuras de la SS, a tenor de lo que cantan las previsiones demográficas sobre el aumento de la esperanza de vida y el estancamiento de la fecundidad (Véanse las últimas proyecciones demográficas del INE). Así según un estudio de la UE y de FEDEA: i) la población mayor de 65 en relación a la comprendida entre 16 y 65 años va a pasar del 25 % en el 2003 hasta el 66% en el 2050, conllevando que el número de afiliados a la SS por pensión reconocida baje de 2,10 hasta 1,24; ii) los gastos en pensiones van a aumentar desde el 9% del PIB hasta el 17% entre esos años; iii) el saldo presupuestario de la SS va a pasar de los actuales superávits a un déficit superior al 6% del PIB en el 2050; y iv) el Fondo de Reserva, hoy positivo, se va a convertir en una deuda acumulada superior al 100 % del PIB.
60. Los factores clave de la evolución del gasto en pensiones con relación al PIB son tres: un factor demográfico (ratio entre población > 65 años y población en edad de trabajar), un factor del mercado de trabajo (inversa de la tasa de ocupación) y dos factores institucionales (de ‘elegibilidad’, o cociente entre el número de pensiones y la población > 65 años; y de ‘generosidad’, o cociente entre pensión media y productividad del empleo). Véase el esquema de clase.
61. Así pues, una estrategia para moderar la evolución del gasto en pensiones/PIB consiste en templar el factor demográfico posponiendo (mediante incentivos o regulación) la edad de jubilación, favoreciendo la natalidad (con premios, guarderías) y acogiendo inmigrantes jóvenes.
62. Otra estrategia consiste en elevar la tasa de ocupación mediante medidas que favorezcan tanto la tasa de participación (sobre todo de la mujer) en el mercado de trabajo (medidas de conciliación de vida familiar y laboral) como la tasa de empleo (política de fomento del empleo). Hay margen para ello, pues recordemos que la tasa de ocupación en España es inferior a la media UE15.

63. Otra estrategia, más conflictiva socialmente, es incidir en los factores institucionales, haciendo más estricta la elegibilidad del sistema (impidiendo que un pensionista tenga derecho a más de una pensión, y disciplinando más el acceso a pensionista o la concesión de las pensiones no contributivas) y reduciendo su generosidad (suavizando el crecimiento de la pensión media por encima de la productividad). Respecto a esto último, una forma de reducir a largo plazo la pensión media es ajustar las diferentes pensiones a las cuantías cotizadas y al periodo de cotización; por otra parte, elevar la productividad del trabajo permitiría conservar la generosidad del sistema sin tanto sacrificio.
64. Otras medidas cuestionables son el incremento de las cotizaciones que supondría reforzar los recursos del sistema, la constitución de fondos de capitalización públicos u obligatorios (con cargo también a salarios o a excedente de explotación empresarial) que complementasen el “sistema de reparto” actual, como hay en otros países, y el cálculo prospectivo de las pensiones, es decir, no sólo en función de la historia laboral del pensionista sino también en función de la esperanza de vida que tiene (lo cual perjudicaría a las mujeres).
65. La promoción, mediante una fiscalidad favorable, de los fondos y planes privados (individuales y empresariales) de pensiones es una estrategia, ya tradicional, que no debería descuidarse, pues permite descargar de preocupación a la SS.
66. Por último, conviene gestionar adecuadamente (incluso invirtiendo en Bolsa cuando las circunstancias lo aconsejen) los recursos del Fondo de Reservas de esta institución. En diciembre del 2008 el patrimonio de este fondo alcanzaba la cifra de 57.223 millones de euros, un 5,2 % del PIB, lo cual aporta cierta tranquilidad. La gestión del fondo ha de esmerarse, sobre todo en estos tiempos de crisis en que el superávit tradicional de la SS está menguando, hasta casi anularse, y los presupuestos del Gobierno para el 2010 no contemplan asignación presupuestaria para su reforzamiento.

III.-3) Política fiscal discrecional en tiempos de crisis

(Resumen de Recuadro 1.3 del Informe Anual 2008 del BE
con la vista puesta en el Cuadro 5.1)

67. El Gobierno español, como los Gobiernos de otros países, ha reaccionado frente a la crisis con diversas medidas discrecionales de estímulo fiscal. Unas son de índole tributaria, otras afectan a los gastos y transferencias, y otras son de carácter financiero. Algunas se consideran de efecto transitorio, y otras de efecto permanente. En el Cuadro 5.1 del Informe Anual 2008 del BE se describen la mayor parte de estas medidas, y se valora su impacto fiscal en 18.121 millones de euros para 2008 y 22.577 millones € para 2009.
68. La oportunidad de las medidas de política discrecional debe analizarse junto con los impactos contra-cíclicos que de manera automática proporciona la política fiscal en la economía, esto es, con el papel de los estabilizadores automáticos. Ver esquema en diapositiva. En países como EE.UU, con menor presión fiscal y más pobre red pública de protección social que en Europa, la estabilización automática es menor y por lo mismo los estímulos fiscales discrecionales para luchar contra las crisis deben ser mucho mayores.

69. El flujo automático de renta del sector público hacia los hogares y las empresas provocado por un deterioro del 1% en la tasa de crecimiento del PIB se estima en 0,5 puntos del PIB en el caso del agregado del área del euro, en 0,43 en el caso de España, y entre 0,25 y 0,34 puntos en el caso de USA.
70. Una ventaja de los estabilizadores automáticos es que son inmediatos, mientras que las medidas discrecionales toman su tiempo (aprobación y puesta en marcha a veces son lentas).
71. Respecto a los estímulos fiscales de naturaleza discrecional, en el muy corto plazo los incrementos de gasto público en forma de, por ejemplo, compras de bienes y servicios de carácter temporal presentan mayores multiplicadores que los recortes impositivos, pues una parte importante de estos últimos tiende a ahorrarse. Dicho de otra forma, el multiplicador del gasto público en consumo e inversión es mayor que el multiplicador de los impuestos y de las transferencias.
72. Si el objetivo fuera afectar al crecimiento económico a medio plazo, los recortes impositivos y la inversión pública productiva — con sus efectos añadidos sobre la productividad— proporcionarían mejores herramientas que el aumento del gasto (corriente o de capital) meramente orientado al corto plazo. Así pues, el balance entre herramientas de corto y de medio plazo debería tener en cuenta la duración esperada de la situación de debilidad económica.
73. Debe subrayarse que los resultados reseñados se refieren a períodos normales, mientras que, en la situación actual de pérdida de riqueza financiera y elevada incertidumbre, incluso los multiplicadores de corto plazo podrían estar por debajo de sus valores históricos medios.
74. La efectividad de las medidas de estímulo fiscal depende de si se dirigen o no a quienes tengan mayor probabilidad de gastar, como los parados y empresas con dificultades para financiarse. Así se vuelcan en ellos, en forma de transferencias directas de renta y avales y garantías crediticias pueden ser especialmente eficaces. Sin embargo, pueden distorsionar los mecanismos de la libre competencia y la asignación óptima de los recursos productivos entre actividades económicas alternativas.
75. La efectividad de las medidas discrecionales depende de cómo se comuniquen al público y afecten a sus expectativas. Si se anuncian de manera clara y creíble, incluyendo una estrategia de consolidación en el medio plazo, pueden aumentar su efectividad. Si, por el contrario, consisten en conjuntos de medidas ocasionales o difíciles de entender por el público, pueden contribuir a aumentar la incertidumbre agregada en la economía, y llegar a tener efectos negativos sobre la actividad.
76. La efectividad de la política fiscal depende también de las condiciones monetarias y financieras. Así, en un entorno de baja inflación y bajo crecimiento en el que la política monetaria es expansiva sin crear tensiones alcistas, la política fiscal puede no empujar los tipos de interés la alza, con el consiguiente desplazamiento de la actividad privada (fenómeno “crowding out”).
77. No cabe descartar que la política fiscal expansiva pueda provocar un aumento de las primas de riesgo soberano, dificultando así la financiación de la inversión privada. Ello depende de la percepción que tengan los agentes económicos sobre la sostenibilidad en el medio plazo de las finanzas públicas.

78. Con niveles de endeudamiento público elevados, o con un deterioro rápido, los valores de los multiplicadores fiscales son menores, y pueden llegar incluso a ser negativos si los agentes económicos elevan sus tasas de ahorro para cubrirse de los riesgos de medio plazo que podrían suponer posibles problemas de solvencia o elevaciones drásticas de impuestos en el futuro para equilibrar las cuentas públicas (Efecto Ricardiano).
79. Estos mecanismos pueden operar con gran virulencia en economías pequeñas y muy abiertas, sensibles a los posibles efectos de desbordamiento entre economías, en especial en los casos en que el grado de endeudamiento exterior sea elevado. En este sentido, las acciones de política fiscal coordinadas por los gobiernos serían más efectivas.
80. La efectividad de la política fiscal discrecional parece mayor si las medidas de son de carácter temporal, y no permanente, en especial en lo que respecta al gasto público, pues aquellas no afectan a la situación fiscal de medio plazo.

IV.-3) ¿Hacia un nuevo modelo económico?

(Léase artículo: "Contra la crisis, desde Euskadi" ofrecido en el blog)

IV.- Política monetaria en la UME

IV-1) Marco institucional

81. **El Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC)**, y dentro de él **el Banco Central Europeo (BCE)**, con su estructura y funciones, se rige por sus correspondientes Estatutos aprobados en los ya lejanos Acuerdos de Maastricht (Diciembre de 1991, firmados en marzo del 1992) sobre la Unión Europea (UE).
82. EL **SEBC** está formado por el **Eurosistema** y el **Consejo General**. Al Eurosistema pertenecen los países de la UE que son también miembros de la Unión Monetaria Europea (UME), actualmente 16, mientras que en el Consejo General participan todos los países de la UE, en la actualidad 27. Este último no tiene capacidad decisoria sobre la política monetaria en la UME, limitándose sólo a tareas que tienen que ver con conciliación de intereses entre los países "in" y "out" del Eurosistema, y con el periodo y condiciones de tránsito a la UME de los países que lo pretendan.
83. Núcleo del Eurosistema es el **BCE**, institución dotado de personalidad jurídica que rige en el sistema, diseña la política monetaria a través de su **Consejo de Gobierno** y la ejecuta a través de su **Comité Ejecutivo**. Éste último está formado por un Presidente (Actualmente el francés J.C.Trichet) un Vicepresidente, y cuatro consejeros (entre ellos figura actualmente el catedrático español de Hacienda Pública, D. J.M. González de Páramo), mientras que miembros del Consejo de Gobierno son los seis del Comité Ejecutivo y los Gobernadores de los BCN que pertenecen al Eurosistema.

IV-2) Marco estratégico

84. **Objetivos de la política monetaria:** Como primer objetivo se establece la estabilidad de precios. Como objetivo de segundo rango, se asigna a la política monetaria la función de contribuir también a la actividad económica general del área euro.
85. **Concreción del objetivo de Inflación:** La inflación medida por la tasa de variación del IPCA de los países miembros de la UME habrá de situarse, como media en un horizonte de medio/largo plazo, dentro del intervalo [0,2] por ciento, en niveles cercanos al 2%.
86. **Primer Pilar del sistema de vigilancia o análisis monetario de medio y largo plazo:** La evolución de la M3 se eligió como indicador principal de tensiones inflacionistas. Se fijó en el 4,5% el nivel de referencia para detectar estas tensiones. Cuando la tasa de crecimiento de M3 excediese de este nivel, habría motivo para esperar repuntes de inflación. Para fijarlo se tuvo en cuenta, a través de la ecuación dinámica de Fischer, el objetivo concreto de inflación, y unas estimaciones de crecimiento medio del PIB de la UME entre el 2 y 2,5% y de disminución de la velocidad de circulación del dinero entre un 0,5 y un 1 %.
87. **Segundo pilar de vigilancia o análisis económico de corto plazo:** Se sigue la pista de toda una batería de indicadores: otros índices de precios, la llamada “brecha de producción”, determinados factores de demanda (ej. el consumo), de oferta (ej. CLU) y otros factores exógenos internos (ejecución de políticas fiscales) y externos (evolución de algunas materias primas), el tipo de cambio, la curva de rendimientos y los precios de activos financieros.
88. **Variable operativa y Mecanismo de transmisión de efectos:** El mecanismo de transmisión de los efectos de la política monetaria se basó en la estructura de tipos de interés. Se eligió el tipo de interés de corto plazo como variable operativa para influir en toda la gama de tipos (en especial los de largo plazo), y a través de ellos en los agregados crediticios, el consumo, la inversión y demás variables macroeconómicas, entre ellas, la inflación. Los tipos de interés también afectan al tipo de cambio que a su vez incide en el IAPC.
89. **Tipo de cambio del euro:** Es competencia del ECOFIN decidir en materia de política cambiaria, estando las actuaciones del BCE en el mercado de divisas subordinadas a los mandatos del ECOFIN cuando incidan decisivamente en la cotización del euro. Aunque el BCE no controle ni decida autónomamente sobre esta variable, sí que se sirve de su evolución como un indicador de tensiones inflacionistas.

IV-3) Marco operativo

90. La instrumentación utilizada consiste en la exigencia de un coeficiente de caja con el fin de crear una necesidad de liquidez en las entidades de crédito que les obligue a acudir a las subastas de liquidez, que son operaciones de mercado abierto- OPF, OFLP y de ajuste-, mediante las que se suministra liquidez a las entidades de crédito con técnica “repo” y las facilidades crédito y de depósito, cuyo diferencial de intereses forma una especie de “pasillo” para el tipo de interés del mercado interbancario a un día (EONIA).

91. **Coeficiente de caja:** El 2 % del pasivo computable, compuesto por depósitos a la vista, depósitos a plazo o disponibles con preaviso de hasta dos años, los valores distintos de acciones hasta dos años. Los activos computables son depósitos en el Banco de España, que están remunerados al tipo de interés de las operaciones principales de las subastas. Su control es mensual con mecanismo de promedio, sin exigir cumplimiento diario. El calendario de mantenimiento de reservas comienza el día de liquidación de la OPF siguiente a la reunión del Consejo de Gobierno en la que esté previsto realizar la evaluación mensual de la orientación de la política monetaria.
92. **Operaciones principales de financiación (OPF):** subastas semanales de vencimiento semanal. Hasta mediados del 2000 se hicieron a tipo fijo con prorrateo. Luego se han hecho a tipo variable, modalidad americana, es decir, con tipo mínimo de puja y un procedimiento de adjudicación a tipo múltiple. En el año 2008, se organizaron de nuevo a tipo fijo, y así siguen de momento. De canalizar el 65-75 % de la liquidez total proporcionada por el Eurosistema en años anteriores, pasaron a hacerlo sólo en un 28% a finales del 2008.
93. **Operaciones de financiación a más largo plazo (OFMLP):** subastas mensuales de vencimiento trimestral, a tipo variable, modalidad americana, con previo anuncio de la cantidad a subastar. Con la crisis pasaron a hacerse a tipo fijo, y se organizaron algunas “complementarias”, con plazos de vencimiento de tres y seis meses. Recientemente, en junio y septiembre del 2009 se han realizado dos subastas a plazo de un año con adjudicación plena de cantidades ingentes de euros, sobre todo en la de junio. De representar el 25-35 % del total en años anteriores pasaron al 72 % a finales del 2008 con un saldo vivo inusual de 617 mm €.
94. **Operaciones de ajuste:** Son ocasionales, no regulares, poco frecuentes. Se hacen para inyectar y drenar liquidez en momentos de urgencia y turbulencias. En el 2008 se llevaron a cabo 25 operaciones de este tipo.
95. **Entidades de contrapartida:** Todas las entidades de crédito sujetas al coeficiente de caja pueden solicitar admisión a las subastas, y lo consiguen cumpliendo ciertos requisitos adicionales. En el 2008, entre octubre y noviembre, su número (de derecho) creció pasando de 1.693 a 2.099. Sin embargo, las efectivas en el 2008, las que de hecho acudieron a las subastas fueron mucho menos numerosas : En las OPF, el número medio de entidades fue 443 en 2008, aunque en octubre llegaron hasta 747 por la sed de liquidez del momento y porque las subastas pasaron a hacerse a tipo fijo. En las OFMLP, el número medio fue 157, aunque en octubre bajó hasta 146, tras subastarse a tipo fijo.
96. **Instrumentación financiera:** la instrumentación de la financiación se hace mediante operaciones “repo”, es decir, adquiriendo activos (llamados de garantía) con un acuerdo de venta a plazo de una semana, tres meses o seis meses, según el tipo de subasta. Son por lo tanto adquisiciones temporales de “activos de garantía” hechas por BCE (a través de los distintos BCN, como el Banco de España) que a cambio otorga liquidez (depósitos en el eurosistema) a las entidades de crédito que los ceden durante el plazo acordado.
97. **Los activos de garantía:** los activos aceptados como garantía en estas operaciones “repo” no son activos cualquiera, sino que deben reunir condiciones de solvencia según criterio del BCE. Este suele publicar lista de activos aceptables. Entre ellos están los títulos de deuda de las AA.PP

centrales y regionales de la zona euro, los bonos simples de las propias entidades de crédito, obligaciones de empresa, células o títulos hipotecarios, bonos de titulización (no confundir con los anteriores), otros activos negociables e incluso activos no negociables, como créditos. Precisamente, con el desarrollo de la crisis, la utilización de éstos últimos ha aumentado.

98. **Facilidades de crédito:** Son operaciones activas mediante las cuales el BCE otorga financiación a un día a las entidades de crédito a un tipo de interés superior en unos puntos básicos a los mínimos de puja en las subastas semanales. El recurso medio diario a esta facilidad se situó en 0,9 mm € hasta el 8 de octubre de 2008 (frente a 0,2 mm de euros en el 2007), y aumentó posteriormente hasta 6,7 mm de euros, por la bajada de tipos de interés.
99. **Facilidades de depósito:** Son operaciones pasivas mediante las que el BCE acepta depósitos a un día de las entidades de crédito remunerándolos a un tipo de interés inferior en varios puntos básicos a los tipos mínimos de puja en las subastas semanales. Hasta octubre del 2008, se recurrió a esta facilidad por un importe diario medio de 2,5 mm € (frente a 0,5 mm en 2007). Esta cifra se elevó hasta 208,5 mm entre el 9 de octubre y el final del año, periodo durante se siguió un patrón similar en cada uno de los periodos de mantenimiento de reservas: al inicio de los mismos se recurría a la facilidad por importes relativamente reducidos, que se iban incrementando posteriormente, a medida que un mayor número de entidades de contrapartida cumplía sus exigencias de reservas.
100. **Los tipos de interés relevantes:** En subastas a tipo múltiple, realizadas hasta antes de la crisis, son el tipo de interés mínimo de puja, el tipo marginal (al que se adjudica el último lote de liquidez), el tipo medio ponderado (de todos los tipos múltiples que se han aplicado). Actualmente, como todas las subastas se hacen a tipo fijo, los tres coinciden y son un 1%. A estos hay que añadir los tipos de interés de las facilidades de crédito y de depósito, que se desvían simétricamente por encima (caso del crédito) o por debajo (caso de depósito) del tipo mínimo de puja en unos cuantos puntos básicos (100 ó 75 ó 50 puntos, según circunstancias). Actualmente son el 1,75 y el 0,25 %, respectivamente.
101. **La participación de las entidades de crédito españolas en las subastas:** Según el Banco de España (Boletín Económico de Octubre del 2009, Indicadores Económicos, Cuadro 8.1. a. y Cuadro 8.1.b), la participación de las entidades de crédito españolas en los préstamos netos recibidos del BCE mediante OMA por el conjunto de entidades del Eurosistema fue un 10% en el mes de abril del 2008, mientras que año y medio después, en Septiembre del 2009 la participación había crecido hasta el 13,5%. En el verano del 2007, antes de estallar la crisis sub-prime en USA, este porcentaje apenas llegaba al 4 %. Por lo mismo, la gran escalada en la participación en los préstamos OMA de las entidades españolas evidencia las crecientes dificultades de liquidez que han tenido (y tienen).

IV-1) BCE en la crisis

102. La respuesta del BCE ante la crisis ha consistido en una rebaja gradual de los tipos de interés en las distintas subastas, cambios en las subastas que han pasado a hacerse a tipo fijo, situado actualmente en el 1%, adjudicación completa de todos los importes solicitados o pujados, ampliación de la lista de activos tomados en garantía, y ampliación de plazo en determinadas operaciones OFMLP hasta seis meses, e incluso últimamente hasta un año. En definitiva, ha dado más liquidez, con garantías menos exigentes, a más plazo y más barata.

103. Sin embargo, ha demostrado importarle más la inflación que el PIB o el paro, pues reaccionó tarde bajando tipos y otorgando liquidez a gran escala; sólo lo hizo cuando constató que la economía europea se desinflaba camino de una deflación.
104. Le sorprendió la crisis, como a tantos otros. Cabe preguntarse de qué le sirven sus privilegiados mecanismos de información y previsión. Sus declaraciones (las de su Presidente Jean Claude Trichet) en diversas intervenciones públicas para orientar sobre la confusa situación de la economía y mercados, con frecuencia no fueron afortunadas y no apaciguaron temores en una crisis de desconfianza generalizada.
105. Ha ofrecido financiación barata e ilimitada a las entidades de crédito sin exigirles nada a cambio. Persiste la renuencia a acotar los sueldos de los egregios banqueros y bancarios o a establecer multas ex-post a directivos negligentes y desaprensivos.
106. Se nota que no supervisa directamente a la banca. Cabe cuestionar que no haya dentro del SBCE un órgano centralizado que regule y supervise el sector de entidades de crédito en la UME. La supervisión ahora recae en los BCN, y a pesar de alardearse de que hay colaboración informativa entre ellos, es claro que resulta insuficiente para el buen funcionamiento del sector.
107. ¿Por qué no crear Fondos de garantía de Depósitos (FGD) o Fondos de Reestructuración y Ordenación Bancaria (FROB) europeos? De momento, las estrategias de protección de los depositantes y de salvamento de bancos y cajas recaen en las autoridades nacionales, que trabajan "por libre" o por su cuenta, a pesar de la cacareada armonización financiera europea.
108. ¿Por qué no establecer o promover una especie de impuesto Tobin? En los últimos tiempos no pocos políticos y economistas ilustres se han hecho eco de la vieja propuesta del ya difunto Nobel de Economía James Tobin. El propio G-20, el pasado fin de semana (6-7 de noviembre del 2009), se ha pronunciado favorablemente sobre una iniciativa en este sentido alentada por el primer ministro británico Brown.