

**LUIS ÁNGEL ROJO
EN EL BANCO DE ESPAÑA**

2012

José Luis Malo de Molina

**Documentos Ocasionales
N.º 1204**

BANCO DE ESPAÑA
Eurosistema



LUIS ÁNGEL ROJO EN EL BANCO DE ESPAÑA

LUIS ÁNGEL ROJO EN EL BANCO DE ESPAÑA

José Luis Malo de Molina

BANCO DE ESPAÑA

La serie de Documentos Ocasionales tiene como objetivo la difusión de trabajos realizados en el Banco de España, en el ámbito de sus competencias, que se consideran de interés general.

Las opiniones y análisis que aparecen en la serie de Documentos Ocasionales son responsabilidad de los autores y, por tanto, no necesariamente coinciden con los del Banco de España o los del Eurosistema.

El Banco de España difunde sus informes más importantes y la mayoría de sus publicaciones a través de la red Internet en la dirección <http://www.bde.es>.

Se permite la reproducción para fines docentes o sin ánimo de lucro, siempre que se cite la fuente.

© BANCO DE ESPAÑA, Madrid, 2012

ISSN: 1696-2230 (edición electrónica)

Resumen

Este documento ocasional recoge dos textos que el autor ha publicado recientemente en memoria de Luis Ángel Rojo, cuya vida profesional estuvo estrechamente vinculada al Banco de España y que falleció en mayo de 2011.

El primer artículo es la contribución del autor a un libro colectivo, que coordinado por Carlos Sebastián, fue publicado en febrero de 2012 por la fundación Ramón Areces con el título *Luis Ángel Rojo. Recuerdo y homenaje*. En este artículo se analiza la etapa de Luis Ángel Rojo al frente del Servicio de Estudios del Banco de España.

El segundo es la introducción que el autor escribió para el libro editado por el Banco de España con el título *Luis Ángel Rojo, gobernador del Banco de España. Discursos y conferencias*. En esta introducción se comentan y glosan los discursos incluidos en el libro y agrupados por su temática: presentación de los Informes Anuales, política monetaria, la integración en la UEM, sistema financiero y bancario, y pensamiento económico.

Palabras clave: Luis Ángel Rojo, Banco de España, sistema financiero, política monetaria.

Clasificación JEL: B31, E58, O52, E52.

Abstract

This occasional paper contains two works recently published by the author in memory of Luis Ángel Rojo, whose professional life was closely linked to the Banco de España and who passed away in May 2011.

The first article is the author's contribution to a jointly authored book coordinated by Carlos Sebastián which was published in February 2012 by the Fundación Ramón Areces under the title *Luis Ángel Rojo. Recuerdo y homenaje* (Luis Ángel Rojo. Remembrance and tribute). This article analyses the period of Luis Ángel Rojo at the head of the Banco de España's Directorate General Economics, Statistics and Research.

The second article is the introduction written by the author for the book published by the Banco de España under the title *Luis Ángel Rojo, gobernador del Banco de España. Discursos y conferencias* (Luis Ángel Rojo, Governor of the Banco de España. Speeches and conferences). This introduction consists of comments and observations on the speeches included in the book under the following subject headings: presentation of Annual Reports, monetary policy, membership of the euro area, financial and banking system, and economic thought.

Keywords: Luis Ángel Rojo, Banco de España, financial system, monetary policy.

JEL Classification: B31, E58, O52, E52.

1 Introducción

En este Documento Ocasional se recogen dos textos que el autor ha publicado recientemente en memoria de Ángel Rojo, que falleció el 24 de mayo de 2011, después de una vida estrechamente vinculada al Banco de España. Hace ahora más de cuarenta años, Ángel Rojo se incorporó al Servicio de Estudios, desde donde fraguó la agenda de objetivos y prioridades que habrían de presidir su trabajo posterior con responsabilidades ejecutivas más directas, como subgobernador entre 1988 y 1992 y como gobernador entre 1992 y 2000, en un período en el que la economía española y el Banco de España se habrían de enfrentar a retos y dilemas de enorme alcance. La transformación del Banco de España fue la gran obra de su vida y en la que pudo volcar su vocación de aplicar el análisis económico al servicio de la solución de los problemas económicos que condicionan la vida de las gentes y de las naciones.

Rojo llegó al Servicio de Estudios con el bagaje del mejor especialista macroeconómico del país. Era la orientación que se precisaba para impulsar el banco central de un país que se enfrentaba a importantes desequilibrios que recurrentemente estrangulaban su elevado potencial de crecimiento, que habían lastrado severamente sus posibilidades de incorporación al núcleo de los países europeos más avanzados y que todavía no contaba con los instrumentos adecuados para hacerles frente. Asumió como su tarea principal la articulación de una política monetaria que contribuyera de manera efectiva a la estabilidad y al crecimiento de la economía española. Para ello había que vencer muchas inercias e incomprensiones, pero tuvo la satisfacción de ver cómo la consecución de las metas propuestas permitieron a España alcanzar los niveles de bienestar propios de los países avanzados. Fue el gobernador que logró el control de la inflación y la entrada de España en el euro, y con ello se ganó el respeto, la admiración y el afecto de una gran parte de la sociedad española. Era un gobernador influyente y popular. La gente lo paraba por la calle, para disgusto de su natural modestia, con palabras de elogio y aliento. No le gustaban las alabanzas ni los homenajes y llevaba como una carga ineludible, pero penosa, el tener que actuar como pepito grillo de las resistencias políticas y sociales a los cambios que la modernización requería. Siempre confió en la autoridad que emanaba del uso riguroso del análisis teórico en el tratamiento de los problemas de la economía real y el manejo de las políticas económicas. Concebía la gestión de la política de estabilidad monetaria y financiera como una labor, ante todo, de persuasión social, y diseñó los *Informes Anuales* del Banco y sus discursos como una eficaz combinación de profundidad analítica y elevado contenido normativo que habría de dar una gran influencia a la voz del Banco en la sociedad española.

Ángel Rojo fue el inspirador, y en muchos aspectos también el hacedor, de una modernización que le ha permitido al Banco de España alcanzar un elevado prestigio institucional, que emana, en última instancia, de una independencia, ganada a fuerza de credibilidad y coherencia, que finalmente fue consagrada en el ordenamiento legal durante su mandato y que él supo proteger con grandes acuerdos nacionales en torno a sus objetivos estatutarios y su labor supervisora.

La impronta de Luis Ángel Rojo en la sociedad y en la economía española ha sido muy profunda y ha dejado huella duradera en su historia reciente. Su legado se extiende, más allá del Banco, a amplias parcelas económicas, sociales e institucionales, y del mismo

dan testimonio la legión de economistas y otros profesionales de las ciencias sociales que tienen a gala considerarse discípulos suyos.

El primer artículo que se recoge en este Documento Ocasional es la contribución del autor al libro publicado por la Fundación Areces y coordinado por Carlos Sebastián titulado *Luis Ángel Rojo. Recuerdo y homenaje* y está dedicado a analizar su etapa al frente del Servicio de Estudios. El segundo es la introducción que el autor escribió para el libro editado por el Banco de España con el título *Luis Ángel Rojo, gobernador del Banco de España. Discursos y conferencias*. Sirva la incorporación de estos textos a las publicaciones seriadas del Banco, que el propio Rojo creó y desarrolló desde el Servicio de Estudios, como testimonio de agradecimiento a su importante labor.

2 Luis Ángel Rojo en el Servicio de Estudios del Banco de España¹

El impulso y la modernización del Servicio de Estudios del Banco de España fue, probablemente, la gran obra de Luis Ángel Rojo y desde la que mejor pudo plasmar su concepción de la articulación del análisis económico teórico con el tratamiento de los problemas de la economía real y el diseño de políticas. Es, desde luego, la obra de la que como apasionado de la economía se sintió más satisfecho. Su labor en el Servicio de Estudios como director general durante 17 años transformó radicalmente el papel del departamento dentro de la institución y forjó la influencia que el mismo habría de desempeñar en el debate económico español y en la configuración de las políticas económicas. De hecho, convirtió al Servicio de Estudios en una palanca para la propia transformación del Banco de España, al poner el ingrediente del análisis económico en el centro de gravedad de una institución con importantes responsabilidades macroeconómicas en un país que, como España, arrastraba déficits endémicos en el terreno de la estabilidad que habían lastrado severamente sus posibilidades de incorporación al núcleo de los países europeos más avanzados. También puede decirse que fue durante esta etapa cuando se fraguó la agenda de objetivos y prioridades que habrían de presidir su trabajo posterior con responsabilidades ejecutivas más directas en el Banco, como subgobernador entre 1988 y 1992 y como gobernador entre 1992 y 2000, en un periodo en el que la economía española y el Banco de España se habrían de enfrentar a retos y dilemas de enorme alcance.

La vida de Luis Ángel Rojo había transcurrido desde su infancia cercana al Banco de España por la propia proximidad de sus domicilios familiares a la sede central de la calle de Alcalá. Guardaba gratos recuerdos de los guateques de juventud a los que había asistido en las mansardas del edificio de Adaro y Sainz de la Lastra, en las que entonces se encontraba la residencia de algún amigo hijo de funcionario del Banco. No obstante, su aproximación profesional provino de su dedicación a la Teoría Macroeconómica y de su preocupación por las dificultades de estabilización de la economía española que conoció de cerca por su incorporación como técnico comercial del estado al Servicio de Estudios del Ministerio de Comercio en el que se trabajaba con intensidad en la elaboración del Plan de Estabilización de 1959, en estrecha relación con Joan Sardá, entonces director del Servicio de Estudios del Banco de España.

La firme vocación académica de Luis Ángel Rojo y sus arraigadas convicciones sobre el papel que debía desempeñar la universidad en el liderazgo intelectual de la transformación de la sociedad, le llevó a depositar su confianza en el trabajo al frente de la cátedra de Teoría Económica de la Facultad de Ciencias Políticas y Económicas de la Universidad Complutense, como plataforma principal de desarrollo del trabajo analítico y de investigación económica desde la que fundamentar las labores más ejecutivas del diseño de políticas en las que, como economista aplicado, aspiraba a estar estrechamente involucrado. A pesar del enorme impacto de su trayectoria como catedrático, que dejó una impronta decisiva en numerosas generaciones de economistas, que habría de resultar muy influyente en la transformación de la economía española y de las facultades de económicas del país, las limitaciones de la universidad de la época malograron sus pretensiones de desplegar, a partir de la función académica, una plataforma de excelencia en el análisis económico desde la que influir en la visión y el debate de las alternativas económicas a las que se enfrentaba el país.

¹. Este texto está incluido en el libro colectivo que coordinado por Carlos Sebastián que con bajo el título de *Luis Ángel Rojo. Recuerdo y homenaje* fue publicado por la Fundación Ramón Areces en febrero de 2012.

En cierto sentido, su llegada al Servicio de Estudios del Banco de España fue una secuela del desencanto que le había producido una experiencia frustrada de renovación pedagógica en la universidad que había protagonizado con el impulso de una propuesta de renovación del plan de estudios que, de haberse consolidado, habría supuesto una indudable mejora de la calidad de la enseñanza y de las posibilidades investigadoras. Las resistencias de los intereses creados limitaron la vigencia del experimento a una única promoción de estudiantes. En todo caso, con su incorporación al Servicio de Estudios, Rojo habría de lograr la unificación de sus aspiraciones de promover un centro de excelencia en el análisis y la investigación económica y de disponer, a la vez, de una plataforma desde la que influir decisivamente en la configuración de las políticas económicas.

El papel desempeñado por Luis Ángel Rojo en la transformación del Servicio de Estudios ha quedado extensamente documentado en el libro de Pablo Martín Aceña *El Servicio de Estudios del Banco de España* (Martín Aceña, P., 2000), escrito como resultado de la beca extraordinaria convocada con motivo de la concesión del Premio de Economía de Castilla y León Infanta Cristina 1998, en correspondencia al reconocimiento que dicho galardón hizo de toda la trayectoria del Servicio de Estudios. Aunque la obra cubre la historia del Servicio desde su creación en diciembre de 1930, la figura de Rojo ocupa el centro de la misma y es el eje del hilo conductor de su modernización. El capítulo 7 se denomina, precisamente, el Servicio de Estudios de Luis Ángel Rojo y constituye un relato completo y minucioso de ese largo y trascendental periodo. No tiene sentido resumir o repetir aquí lo que allí está hecho con rigor y detalle y con la valiosa colaboración del testimonio del propio Rojo y de muchos de los protagonistas de aquella historia. Allí puede encontrar el lector interesado cumplida cuenta de todas las personas que acompañaron a Rojo en el lanzamiento y desarrollo del proyecto y que formaron los equipos humanos que le dieron vida. Para muchos de ellos, la experiencia había de ser decisiva de su trayectoria profesional dentro o fuera del Banco de España y origen de una estrecha relación de respeto y admiración profesional y de afecto personal.

2.1 La concepción del Servicio de Estudios

El objetivo de Rojo era la creación de un equipo de capital humano con niveles de excelencia en su cualificación profesional. Con este propósito atrajo al Servicio de Estudios a algunos de sus mejores colaboradores y alumnos. El trabajo de persuasión y liderazgo personal no era suficiente para asegurar un reclutamiento continuado de economistas con los fundamentos académicos y la orientación profesional adecuadas para el desarrollo de un centro de investigación de economía aplicada en el seno del Banco de España, resultaba imprescindible, también, mejorar los incentivos para que los profesionales de perfil académico encontraran atractivo el trabajo en una institución tan distinta de la universidad como lo es un banco central y como, sobre todo, lo era el Banco de España de entonces. Particularmente difícil era evitar que los sistemas de selección de personal entonces vigentes resultaran un factor disuasorio de profesionales con una acreditada trayectoria académica. A todo ello tuvo que dedicar esfuerzos y una hábil persuasión frente a los responsables de otras áreas del Banco, imbuidos de una arraigada cultura diferente. También era consciente de la importancia que, para el propio Servicio de Estudios, tenía el poder contar con economistas formados en las mejores universidades del mundo y que hubieran estado en estrecho contacto con los departamentos más avanzados en el desarrollo del análisis teórico o empírico. Para ello prolongó, desde el Banco, la labor que ya había realizado desde la universidad enviando estudiantes a centros de prestigio extranjeros con el establecimiento de un programa de becas que se ha mantenido hasta nuestros días y del que se han beneficiado cientos de los mejores economistas españoles actuales, incluyendo a muchos que terminaron engrosando las filas del Servicio de Estudios.

La configuración del Servicio de Estudios habría de tener implicaciones muy importantes para el papel de los analistas e investigadores. Rojo, que conocía el trabajo en algunas áreas de la Administración, no quería que el bagaje analítico de los profesionales seleccionados se desperdiciara en labores de gabinete o en actividades similares que dejan poco tiempo para estudiar y pensar. La dedicación al estudio y a la investigación era la base de la buena economía que Rojo quería que hiciese el Servicio de Estudios. Pensaba que solo mediante el desarrollo de proyectos de trabajo a medio plazo se podría encontrar respuesta a los complejos problemas a los que se enfrentaba la economía española y el propio Banco de España. Había que poner en pie una estrategia de investigación que se plasmará en una agenda detallada de programas de trabajo que afrontase las lagunas existentes en todos los ingredientes básicos del trabajo de economía aplicada bien hecho, desde la elaboración de las bases de datos estadísticos y el perfeccionamiento de las técnicas de tratamiento de los mismos, al desarrollo de modelos empíricos y la revisión de los marcos conceptuales teóricos. A esas tareas tenían que dedicar los economistas del Servicio su tiempo y sus esfuerzos y para articular esa orientación de una manera transparente diseñó una organización de la producción en una batería de documentos internos en la que se fueran reflejando los avances en las distintas áreas de estudio e investigación. También se amplió la gama de productos para la difusión y discusión externa con la puesta en marcha de las series de Documentos de Trabajo, Estudios Económicos y Estudios de Historia Económica que, con el tiempo, habrían de ir dando testimonio del aumento progresivo de la potencia analítica e investigadora del departamento.

Mención especial merece la transformación de los informes públicos del Banco que eran responsabilidad del Servicio de Estudios, empezando por el Informe Anual, que fue la primera tarea a la que se tuvo que enfrentar Rojo cuando entró en el Banco y que quiso que fuera la bandera visible del cambio que quería introducir en la trayectoria de la institución. Desde ese primer Informe Anual de 1971, dos habrían de ser las señas de identidad de este tipo de publicaciones que con el tiempo también extendería al Boletín Económico y a otras monografías: la profundidad analítica y empírica y el elevado contenido normativo desde la independencia y las responsabilidades institucionales específicas del Banco. Con esa configuración el Informe fue ganando predicamento en la sociedad española como un obligado punto de referencia en el debate de política económica. Quiso Rojo que los mensajes se transmitiesen con la apoyatura de un aparato técnico sólido y con lenguaje que huyese de las simplificaciones o las afirmaciones categóricas. Para algunos, ese estilo profesoral y de bajo perfil dialéctico restaba eficacia a la comunicación, pero con el tiempo se ha demostrado muy eficaz para asentar la autoridad y la potencia de las recomendaciones. Más importante que el impacto mediático inmediato, difícilmente exento de interpretaciones erróneas y controversias distorsionadas, era la influencia que el enfoque analítico y las propuestas de política alcanzaban entre los analistas y expertos de otros organismos e instituciones, nacionales e internacionales, a través de los cuales se terminaban colocándose en el centro del debate y de las decisiones.

Desde este enfoque, los analistas e investigadores tenían que trabajar con plena independencia en el desempeño de sus funciones, sin cortapisas extraprofesionales de ningún tipo, dentro lógicamente de los proyectos de trabajo de la institución, pero sin más límites que los derivados del rigor analítico y la búsqueda permanente de la excelencia. Dicha independencia la consideraba un factor fundamental de la reputación y de la credibilidad que solo se alcanzan con el seguimiento de una trayectoria consistente a lo largo del tiempo, pero no ignoraba el sentido institucional con el que los trabajos y las propuestas de política se tienen que realizar desde las publicaciones de un banco central, cuyas manifestaciones y

opiniones tienen un gran impacto en los mercados financieros y ante otros responsables de la política económica y la opinión pública. Hay un sentido de la responsabilidad institucional que los investigadores han de desarrollar particularmente en la proyección pública de sus resultados, que el propio Rojo formulaba diciendo que había que ser lo suficientemente humildes como para aceptar que la prudencia necesaria en ciertos temas obligaba a veces a pasar por ignorantes o poco puestos al día.

De hecho las restricciones institucionales inherentes al trabajo en un banco central llevaron a Rojo a arropar y complementar el trabajo del Servicio de Estudios con la creación de instituciones paralelas como FEDEA y CEMFI. La idea de promover, con el liderazgo del Banco de España, desde la iniciativa de la sociedad civil algo parecido a un think tank que impulsase el estudio y el debate económico en áreas que, estando más allá de las competencias específicas del Banco de España, tenían gran importancia para la economía española, logró movilizar a la mayor parte de las empresas españolas y a un destacado grupo de académicos para embarcarse en el lanzamiento de la Fundación de Estudios de Economía Aplicada (FEDEA), a cuyas actividades permaneció Rojo vinculado hasta el final de su vida. Desde FEDEA se han planteado interrogantes y propuestas en terrenos como las pensiones, la sanidad, la educación, el mercado de trabajo, la vivienda o el suelo que han tenido un gran impacto. La reciente conmemoración de los veinticinco años de su fundación ha permitido comprobar la vitalidad y la actualidad de esta iniciativa, a pesar de que la situación actual ya no es, afortunadamente, el páramo solitario en el que FEDEA empezó a actuar.

Más tarde, en 1987, Rojo promovió la creación del Centro de Estudios Monetarios y Financieros con el fin de satisfacer las necesidades de contar con especialistas de alto nivel. En 1991 se convirtió en una fundación con fines de formación e investigación en el ámbito de la economía, con especial referencia a los temas monetarios y financieros. Sus programas de máster y doctorado han suministrado un flujo selecto de profesionales que se han ido incorporando a las mejores empresas españolas, financieras y no financieras, y de ellos han procedido muchos de los analistas, investigadores y especialistas que ha venido necesitando el propio Banco de España.

En todo caso, Rojo concebía el desarrollo de las funciones del Servicio de Estudios en estrecha relación con los ámbitos académicos de elaboración económica a nivel internacional y con los centros de estudio e investigación de los más acreditados organismos internacionales y bancos centrales con los que promovió un trato frecuente, estrecho y fecundo que dio al Servicio de Estudios del Banco de España una gran proyección internacional. Ese protagonismo se vería reforzado cuando Rojo como gobernador encomendó al Servicio de Estudios la responsabilidad central de la conexión con el BCE y el Eurosistema, cuando España ingresó en la Unión Económica y Monetaria.

Este artículo no pretende ser una descripción de la historia del Servicio de Estudios creado por Luis Ángel Rojo hace ahora cuarenta años, que obligaría a una voluminosa referencia a los numerosos protagonistas y a la abundante producción realizada. Esa historia está hecha en lo fundamental en el libro de Pablo Martín Aceña. Lo que se intenta aquí es esbozar a modo de ensayo las piezas fundamentales de la arquitectura analítica en la que se fue basando el desarrollo del proyecto, fundamentalmente en el periodo en el que él fue su director y en el que se sembraron las semillas de lo que habría de seguir haciéndose en el futuro en su etapa de gobernador.

2.2 Los estudios monetarios

Rojo llegó al Servicio de Estudios con el bagaje del mejor especialista macroeconómico del país y con un conocimiento profundo del pensamiento Keynesiano que, hasta entonces, había liderado el avance de la frontera del conocimiento en la disciplina. La orientación macroeconómica era la que se precisaba para impulsar la capacidad de análisis económico del banco central de un país que se enfrentaba a importantes desequilibrios que recurrentemente estrangulaban su elevado potencial de crecimiento y que todavía no contaba con los instrumentos adecuados para hacerles frente. En particular, el dinamismo económico que se había despertado cuando se empezaron a cosechar los primeros frutos de la incipiente liberalización que supuso el Plan de Estabilización de 1959 suscitaba tensiones de precios que se propagaban con facilidad ante la carencia de una política activa de control monetario. No es de extrañar que la agenda de Rojo para la transformación del Servicio de Estudios basculase sobre los estudios de carácter macroeconómico y se centrara especialmente en el cometido de poner en pie una política monetaria activa capaz de ejercer una influencia autónoma sobre los determinantes monetarios de la formación de precios. Para ello hubo que desplegar esfuerzos en numerosas áreas que iban desde la mejora de las bases estadísticas financieras y reales al análisis de las peculiaridades institucionales que condicionaban los flujos de financiación de la economía y la propia circulación monetaria. Para avanzar en ese empeño había que diseñar una estrategia que permitiera superar los condicionantes estructurales que habían impedido al Banco de España asumir las tareas específicas relativas a la conducción de la política monetaria como consecuencia de las distorsiones impuestas por la obligación de atender las necesidades financieras de la Hacienda Pública, el raquitismo y la esclerosis de los mercados financieros y un marco institucional escasamente asentado en los principios de una economía de mercado. Pero, por encima de todo ello, la profundización en los desarrollos más modernos de la teoría monetaria habría de resultar determinante de la capacidad para proponer esquemas de control monetario viables en la economía española y que ofrecieran posibilidades razonables de funcionar con eficacia. En esa tarea de profundización teórica resultó obligado revisar el renacido pensamiento monetarista al que Rojo se aproximó de manera lúcida crítica en el ensayo de 1971 titulado *El nuevo monetarismo* (Rojo, L. A., 1971).

En una economía todavía protegida por elevados aranceles y otras medidas que restringían el comercio con el exterior, así como férreos controles que impedían la libre circulación de capitales, el Banco de España se limitaba a suministrar pasivamente la liquidez que era demandada por las instituciones financieras con el único recurso esporádico a restricciones cuantitativas en forma de controles al crecimiento del crédito. Este modelo no podía sobrevivir a la apertura externa y a la integración en un mundo crecientemente preocupado por una inflación al alza y ante la evidencia de que todo proceso inflacionista de carácter persistente se alimenta del crecimiento excesivo de la liquidez. En este clima del debate económico internacional y en medio de los desequilibrios macroeconómicos del país, la tarea prioritaria que impuso Rojo al Servicio de Estudios fue la de la construcción de un esquema de control monetario que abordase tres aspectos centrales: una formulación rigurosa de la estrategia y de los procedimientos de la política monetaria, la elaboración de unos objetivos últimos e intermedios que permitieran con un aparato técnico sólido una aproximación gradual a la senda de estabilidad pretendida por la política económica y el diseño de un marco operativo que descansara preferentemente en mecanismos de mercado.

En el estudio económico titulado *La política monetaria en España* que Rojo escribió en colaboración con José Pérez (Pérez, J. y Rojo, L. A., 1977), se explica mejor que en ningún otro sitio el esquema de control monetario que alumbró el principal esfuerzo

del Servicio de Estudios en aquella época. Dicho esquema se basaba en un sistema de dos niveles. En el primer nivel se establecían unos objetivos finales en términos de inflación y de crecimiento del producto, que se perseguían mediante el control de un agregado monetario amplio. En el segundo nivel, dicho objetivo se pretendía conseguir mediante el manejo de una variable instrumental bajo el control del Banco de España como las reservas bancarias denominadas entonces activos de caja. No es difícil deducir que el análisis de la estabilidad de la demanda del agregado monetario para el que se fijaban objetivos, M3 o ALP, y del multiplicador monetario que ligaba la variable de control con dicho agregado estuviera en el centro de la agenda de los estudios de la época.

La implantación de dicho control planteaba una serie de problemas nuevos que suscitaban interrogantes adicionales al análisis. Tal era el caso del efecto de la potencial volatilidad de los tipos de interés sobre el desarrollo de los mercados financieros. Igualmente, la eliminación de las fluctuaciones cambiarias mediante controles sobre los movimientos de capital, como se hacía entonces, introducía un factor limitativo del desarrollo financiero. Aunque con los primeros pasos dados se habían establecido ya las bases para una política monetaria estabilizadora y para el desarrollo de los mercados interbancarios y de deuda, el refinamiento de la política monetaria requería adentrarse progresivamente en las cuestiones de la innovación financiera y de la política cambiaria.

La reflexión analítica hubo de hacerse en medio de un proceso de aprendizaje y frente al difícil reto de combatir las tensiones inflacionistas extremas que se desataron a mediados de los años setenta cuando a las alzas de los precios del petróleo se vinieron a sumar presiones alcistas de salarios, descontrol presupuestario y la inestabilidad política propia de la transición a la democracia. El trabajo de los especialistas monetarios del Servicio de Estudios se encaminó en la doble dirección de buscar una definición de la liquidez que neutralizara en su interior los posibles movimientos de cartera que generaba la constante innovación y de estudiar las posibles modificaciones del marco operativo que permitiesen una mayor estabilidad de los tipos de interés y de los mercados monetarios. Rojo se implicó directamente en el análisis y en el impulso de las transformaciones operativas necesarias, como la creación de la Central de Anotaciones del Banco de España en 1987.

La definición de objetivos monetarios cuantitativos para los agregados monetarios representativos de la liquidez ocupó un lugar central en la agenda y fue una pieza básica de la construcción de una política monetaria activa, pero el resumen de esta línea de trabajo durante su periodo en el Servicio de Estudios quedaría incompleta si no se dejara constancia de la plena consciencia de Rojo sobre la dificultad de mantener el pulso continuo entre los esfuerzos de control monetario y la capacidad innovadora de los mercados, que tendía a erosionar la estabilidad de la relación de los agregados monetarios con las variables finales sobre las que se pretendía influir. De hecho, cuando posteriormente fue gobernador, se tuvo que enfrentar a situaciones en las que la falta de relevancia de dichos agregados obligaba a apostar por esquemas de objetivos monetarios alternativos. El Servicio de Estudios propuso entonces un cambio de estrategia a favor de los objetivos directos de inflación, tal como se documenta en la obra colectiva *La política monetaria y la inflación en España* (Banco de España 1997a), en la que se publican los principales trabajos que entonces se hicieron para fundamentar tal cambio. Esta nueva estrategia que estuvo en vigor en los años previos al inicio de la UEM hubo de acompañarse de los cambios estatutarios correspondientes y requirió modificar el aparato analítico y los procedimientos de comunicación de los nuevos objetivos así como de dación de cuentas. En este contexto, el servicio de estudios comenzó a publicar semestralmente lo que se conoció como el Informe de inflación. En este terreno su

gestión como gobernador no pudo alcanzar mejores credenciales. Si el legado de un gobernador se valora por sus resultados en el terreno de la estabilidad macroeconómica difícilmente se pueden presentar mejores credenciales. En 1992, cuando fue nombrado gobernador, la inflación estaba en el 6,1% y en el año 2000, cuando terminó el mandato, se había reducido hasta el 2,8%. Y si la credibilidad de las ganancias antiinflacionistas se mide por la trayectoria de los tipos de interés a largo plazo de la deuda pública, estos bajaron durante su período desde el 11,2% hasta el 5,4%, pasando el diferencial con Alemania de 300 puntos básicos a tan solo 20.

También como miembro del Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo, una vez que España había logrado entrar en la UEM, puso toda la autoridad de sus reflexiones analíticas y de su experiencia en España para que la estrategia monetaria de la nueva institución se distanciara del esquema cuantitativo tradicional que compartían los bancos centrales de Alemania, Francia e Italia y optara por un modelo de dos pilares en el que los agregados monetarios desempeñaban un papel subordinado en un marco de análisis global de los determinantes de la inflación. Los numerosos trabajos de investigación de la época habían demostrado la eficacia decreciente de los agregados monetarios en la transmisión de las señales e impulsos de la política monetaria, a pesar del continuo esfuerzo por preservar la definición de los mismos que mayor estabilidad mostrara en relación con el objetivo final de inflación. Hubo que revisar, al mismo tiempo, el conjunto de instrumentos de política monetaria más idóneo para ejecutar la política monetaria única así definida, lo que definió una nueva corriente de trabajos de investigación en los que el Servicio de Estudios colaboró estrechamente con otros departamentos del Banco.

2.3 Los estudios sobre el tipo de cambio y la integración europea

Otro determinante fundamental de la evolución del análisis monetario en aquel periodo fue la creciente integración económica y financiera de la economía española como consecuencia del ingreso en la entonces Comunidad Europea en 1986, que atribuyó una mayor relevancia a la evolución del tipo de cambio y que habría de influir de manera decisiva en el posterior cambio de estrategia al que ya se ha hecho referencia y en la puesta en marcha de un proceso de convergencia nominal con los países de la zona que habría de desembocar en la dilución de la política monetaria española dentro del euro. Estos temas habrían de resultar prioritarios para el Servicio de Estudios cuando Rojo como gobernador se convirtió en el principal protagonista de aquella delicada operación macroeconómica que culminó con éxito la larga batalla por instaurar en España un régimen de estabilidad.

La necesidad de controlar la variabilidad del tipo de cambio en un marco de elevada integración económica y financiera y de progresiva eliminación de los controles de capitales, planteaba retos analíticos y dilemas de política de primera magnitud. El pensamiento europeo se enfrentó al mundo de tipos de cambio flexibles que se instauró tras las crisis inflacionistas de los setenta con propuestas orientadas a preservar la estabilidad de las relaciones internas de tipo de cambio. Se creó la serpiente monetaria como germen inicial del Sistema Monetario Europeo y se elaboraron los primeros proyectos de unión monetaria, que habrían de quedar relegados todavía durante muchos años. Las elaboraciones del Servicio de Estudios de la época indicaban la enorme dificultad que entrañaba mantener la estabilidad cambiaria si no se daban las condiciones adecuadas de suficiente convergencia nominal y subrayaban la imposibilidad de que el tipo de cambio actuase como sustituto de la necesaria estabilidad macroeconómica interna. La crítica intelectual de Rojo a la serpiente monetaria se veía entonces validada por las constantes devaluaciones de algunas monedas europeas y los continuos rifirrafes entre los gobiernos participantes. Los problemas que se detectaban en

relación con los débiles fundamentos de los acuerdos cambiarios europeos y con los peligros de asumirlos como un sucedáneo de la estabilidad monetaria interna y de la adecuación de las políticas presupuestarias, no implicaban un rechazo a su viabilidad cuando se daban las condiciones apropiadas. Cuando más adelante, siendo Rojo subgobernador, se materializó la entrada de la peseta en el mecanismo de cambios del Sistema Monetario Europeo, Mariano Rubio, gobernador, reprochó al Servicio de Estudios, e implícitamente a Rojo, haber desarrollado una posición crítica con los mecanismos de estabilidad cambiaria cuando a su juicio la realidad estaba demostrando su éxito indiscutible. Los hechos posteriores habrían de dar la razón a los argumentos que alertaban de los peligros de confiarse en exceso a la disciplina externa del tipo de cambio, aunque habría de ser a Rojo como gobernador a quien le tocaría capear con los temporales cambiarios que llevaron a una serie de devaluaciones sucesivas de la peseta al principio de su mandato, que revelaron lo fundado de las reservas que desde el Servicio de Estudios se habían formulado siguiendo una línea de pensamiento e investigación iniciada por el propio Rojo cuando era su director. Se suponía que la adopción de una banda limitativa de las fluctuaciones cambiarias ejercería un efecto estabilizador a través de la ganancia de credibilidad y de disciplina que el Sistema Monetario Europeo proporcionaba, sin embargo, dichas expectativas no se vieron satisfechas porque los beneficios que suministraba en términos de reputación no se aprovecharon para hacer los cambios necesarios para adaptarse al régimen adoptado, sino que se pospusieron o incluso se abandonaron. La política macroeconómica no logró evitar un recalentamiento de la demanda asentado en un crecimiento excesivo del crédito y se hizo inevitable el ajuste a través de una recesión que fue especialmente costosa en términos de desempleo. El caudal de credibilidad se dilapidó y la devaluación de la peseta fue la sanción de los mercados al seguimiento de políticas divergentes de los objetivos de estabilidad.

Los estudios que dejaban constancia de las exigentes condiciones necesarias para que los compromisos cambiarios fueran efectivos no suponían un distanciamiento de la oportunidad que la eventual participación de España en la Unión Monetaria suponía para avanzar en la estabilidad y el crecimiento. Muy al contrario, se dedicaron los mejores recursos del Servicio de Estudios al trabajo en el propio diseño del proyecto de integración monetaria y a los requerimientos e implicaciones de la convergencia para la economía española. Un proceso que le tocó pilotar a Rojo como gobernador, cosechando con la entrada en el euro uno de los éxitos más importantes en el empeño de la política económica española de alcanzar los estándares de los países europeos más avanzados. El enorme trabajo técnico que esta tarea supuso tuvo que acompañarse con un esfuerzo notable de pedagogía de las implicaciones de la pertenencia a una Unión Monetaria que se plasmó en numerosas publicaciones, entre las que cabe citar el libro: *La Unión Monetaria Europea, cuestiones fundamentales* (Banco de España 1997b).

Ello no fue óbice para que la atención no continuara centrada en el análisis de los desequilibrios que se podían acumular dentro de la propia unión monetaria como consecuencia de una insuficiente adaptación a los requerimientos de estabilidad y de una política monetaria única que habría de resultar inevitablemente muy holgada para las necesidades específicas de la economía española y de los frágiles fundamentos de una arquitectura institucional europea que no había avanzado lo suficiente en la coordinación y compatibilización con otras políticas. Estas áreas de preocupación entraron en la agenda del Servicio de Estudios cuando Rojo era gobernador y como resultado de ello se abordaron programas de trabajo relacionados con las implicaciones del exceso de endeudamiento, la sobrevaloración inmobiliaria y la estabilidad financiera. La anticipada detección de peligros de un crecimiento excesivo del crédito le llevó a Rojo a abordar la que habrá de ser

la contribución más emblemática de su mandato con el diseño e implantación de las provisiones anticíclicas que inauguraron el área de la estabilidad macrofinanciera como un nuevo terreno de actuación de la política económica que habría de ser universalmente reconocido con posterioridad a la crisis de 2008-09. Igualmente los temas europeos y especialmente los relacionados con los de la articulación de la política monetaria única, con las divergencias y desequilibrios internos y con la arquitectura de la gobernanza económica del área adquirieron prioridad entre los temas objeto de análisis en el Servicio de Estudios, a quien Rojo asignó la responsabilidad de las relaciones con la nueva autoridad monetaria europea.

2.4 Los estudios de política fiscal

Las dificultades con las que se topó la política monetaria para tener un papel activo, primero, y para avanzar, después, en la consecución de los objetivos de estabilidad de precios estuvieron estrechamente relacionadas con las tendencias deficitarias de la Hacienda Pública. La insuficiente disciplina presupuestaria fue también un factor determinante de las turbulencias que impidieron el cumplimiento de los compromisos cambiarios. El análisis de la política presupuestaria y de su interacción con la política monetaria y cambiaria delimitó un área de trabajo e investigación que puso en marcha Rojo y que se ha mantenido activa hasta la actualidad, cuando España se encuentra seriamente afectada por la crisis de la deuda soberana del área del euro. Al principio, la atención estaba centrada en alcanzar las condiciones mínimas imprescindibles para lograr un control monetario efectivo y, por lo tanto, en el establecimiento de formas de financiación del estado que no interfiriesen con la instrumentación de la política monetaria. Los estudios sobre el papel de una financiación ortodoxa de las Administraciones públicas y la necesidad de desarrollar y modernizar el mercado de deuda pública fueron los primeros en ser tratados. Pronto la reflexión y el análisis tuvieron que remontarse a un nivel teórico más elevado para justificar la incapacidad de la política monetaria para ejercer un control efectivo de la inflación si no se daban condiciones adecuadas de sostenibilidad de las finanzas públicas. La revisión del debate de política macroeconómica sobre la eficacia relativa de las políticas monetarias y fiscales se situó en el centro de discusión y elaboración del Servicio de Estudios con especial atención al papel de las expectativas racionales y los efectos de desplazamiento que los déficits públicos podían ejercer sobre la demanda privada. El tema fue abordado en numerosos documentos de trabajo y diversos números de la serie de estudios e impregnó el análisis subyacente a los informes y discursos de la época, del gobernador y, sobre todo, de Rojo, todavía como director del Servicio de Estudios. El énfasis en estas cuestiones, junto al papel preponderante atribuido al control monetario, marcaría un punto de inflexión en la percepción de la orientación del Servicio de Estudios hacia posiciones más distantes de los enfoques keynesianos tradicionales y más proclives a incorporar los avances de la nueva macroeconomía, preocupada por las modificaciones que en las relaciones de comportamiento podían introducir los cambios estructurales y la formación de expectativas no meramente basadas en la extrapolación del pasado sino capaces de aproximar los efectos predecibles, con toda la información disponible, de cualquier perturbación o medida de política económica.

La preocupación por la solidez de las finanzas públicas no podía limitarse a los efectos macroeconómicos de los saldos presupuestarios o de la deuda sino que obligaba a adentrarse en el papel del sector público en la economía. Esta línea de estudio abarcaba tanto la capacidad recaudatoria y la eficacia del sistema impositivo como la composición del gasto y los compromisos del desarrollo del estado del bienestar. Con la estructura peculiar del Estado heredado del periodo franquista, raquítico en servicios públicos y prestaciones sociales y sobredimensionado en la intervención directa a través de empresas públicas en

todo tipo de áreas y sectores, la problemática de este tipo de empresas y las posibilidades de los procesos de privatización entraron en la agenda de los proyectos de investigación de la mano de la explotación de la rica fuente de datos que proporcionaba la Central de Balances del Banco España integrada en el propio Servicio de Estudios. La naturaleza altamente descentralizada del Estado que consagró la Constitución de 1978 puso sobre el tapete temas de gran trascendencia sobre la articulación de los diversos niveles de las Administraciones Públicas, los acuerdos de financiación de las mismas y sus implicaciones para la estabilidad presupuestaria.

Posteriormente, con el inicio del proceso de convergencia y el establecimiento de los criterios de Maastricht para el déficit y la deuda pública, fueron cobrando importancia la definición de las reglas y marcos institucionales de disciplina presupuestaria y las cuestiones sobre la gobernanza de la Unión Europea. Más adelante, cuando se desencadenó la gran recesión, y con ella la crisis de la deuda soberana, la reflexión a nivel europeo sobre el limitado alcance del Pacto por la Estabilidad y el Crecimiento habrían de suscitar la cuestión de la insuficiencia de los mecanismos de la arquitectura institucional de la Unión Económica y Monetaria para asegurar la coherencia de las políticas fiscales nacionales con la política monetaria única mientras que a nivel interno resultaría evidente la necesidad de establecer procedimientos institucionales que fueran más allá del control del déficit público. Los trabajos del Servicio de Estudios indicaban insistentemente la insuficiencia del mero control del déficit para excluir la emergencia de desequilibrios en el seno de la unión monetaria. Estos asuntos serían los que a Rojo más le ocuparon como gobernador y en los que más insistencia puso en sus mensajes al gobierno, al parlamento y a la opinión pública.

2.5 Los estudios sobre la oferta y el mercado de trabajo

Ya se ha dicho que el objetivo de la estabilidad macroeconómica era el hilo conductor del programa de investigación sobre el que Rojo construyó el Servicio de Estudios y hasta aquí el acento ha estado, de acuerdo con el paradigma originario de la macroeconomía, en los determinantes de la demanda agregada y en los componentes de política económica orientados a influir sobre la misma. Esto último solo es válido cuando los condicionantes de la oferta se pueden considerar relativamente estables y están dados a corto plazo por la disponibilidad de los factores de producción y el ritmo de mejora de la productividad, algo que difícilmente podía considerarse como una hipótesis de partida aceptable en medio de perturbaciones de oferta tan fuertes como las que generó la crisis del petróleo que condicionaron el escenario macroeconómico de los años setenta durante el lanzamiento del programa del Servicio de Estudios.

La incorporación de la macroeconomía de los shocks de oferta al análisis del Servicio de Estudios fue liderada por el propio Rojo, cuyo enfoque del tema quedó sintetizado en su conocido artículo «Desempleo y factores reales» (Rojo, L. A., 1981), en el que explicaba, con el rigor de la utilización subyacente de un modelo macroeconómico completo cómo los impactos del lado de la oferta habían impuesto un cambio brusco en el origen, las características y la dimensión temporal de los problemas planteados. En sus propias palabras «La fuerte alteración de los precios relativos ha determinado transferencias muy importantes de renta entre los países, ha afectado a la estructura de la demanda y a la selección de técnicas y ha incidido profunda y desigualmente sobre el capital productivo instalado y sobre la rentabilidad esperada de las distintas líneas de inversión. Todo esto plantea problemas a largo plazo cuya solución requiere ajustes profundos; y estos ajustes se han visto entorpecidos en todas las economías, aunque en grado muy diverso, por rigideces e inercias alentadas por la perplejidad ante el cambio y por confusiones en el análisis de

los problemas e incluso en el entendimiento de los intereses de los distintos grupos socioeconómicos en las nuevas circunstancias.» (Rojo, L. A., 1981). Cambios profundos que modificaron el prisma de análisis y alteraron la forma de respuesta de las políticas, ya que las simples manipulaciones monetarias y las ampliaciones de los déficits públicos poco tenían que aportar a los problemas de largo plazo, en los que desempeñan un papel decisivo los precios relativos y las reasignaciones de recursos.

Las circunstancias sociales e institucionales que subyacían al grado de flexibilidad del coste salarial en términos reales resultaban determinantes de la capacidad de ajuste de la economía frente a todo tipo de perturbaciones y del margen de maniobra de la política económica para hacerles frente, por lo que los condicionantes estructurales e institucionales de la formación de precios y salarios pasaban a ocupar el centro de la atención, haciendo de la inflación y el mercado de trabajo áreas prioritarias de investigación y análisis. No era de extrañar que así fuera cuando la economía experimentaba, nada más aprobarse la Constitución democrática, la primera gran crisis de desempleo masivo. La primera, porque habrían de seguirle otras dos más, cuando Rojo fue gobernador y en los últimos años de su vida. Los estudios sobre el mercado de trabajo que se iniciaron entonces ya indicaban que la combinación de las rigideces heredadas del régimen político anterior con los procesos de formación de salarios propios de una economía sindicalizada y con un elevado grado de alerta frente a los arraigados sesgos inflacionistas desplazaban los ajustes hacia el empleo, a pesar de los elevados costes de despido vigentes, magnificando el impacto sobre la economía de cualquier forma de perturbación, agregada o sectorial. El Servicio de Estudios trabajó en numerosas facetas del mercado de trabajo, incorporó a su agenda los determinantes keynesianos y neoclásicos del desempleo, la tasa de paro no aceleradora de la inflación, el grado de flexibilidad real o nominal de salarios, entre otros, y propuso de forma reiterada numerosas reformas de los sistemas de contratación y negociación colectiva y de las políticas activas y pasivas de protección frente al desempleo, con escaso éxito y enorme frustración por la incapacidad de transmitir a los dirigentes políticos y los agentes sociales lo mucho que la economía española podía ganar en empleo y bienestar si en el mercado de trabajo se buscaran fórmulas que hicieran compatibles la necesaria flexibilidad con una razonable seguridad de que los trabajadores pudieran encontrar empleos satisfactorios y estuvieran suficientemente protegidos mientras los buscaran.

Las condiciones sociales y políticas de la transición a la democracia determinaron una configuración institucional muy idiosincrática del mercado de trabajo y una dificultad para reconocer el papel distorsionador que el mismo habría de desempeñar en el funcionamiento macroeconómico, convirtiéndose en uno de los obstáculos más grandes para la consecución de un régimen de estabilidad que favoreciese sendas de crecimiento sostenibles no sometidas a la amenaza recurrente de crisis abruptas que supusiesen severos retrocesos de la actividad y del empleo. El trabajo de identificación analítica de las inconsistencias y rigideces del mercado de trabajo que realizó el Servicio de Estudios se enfrentó a considerables resistencias. El diagnóstico tardó en abrirse camino entre los analistas que no acababan de ver las razones para priorizar la influencia de estas distorsiones frente a otras rémoras de la economía española, más relacionadas con su baja productividad o la ineficiencia de sus Administraciones públicas e instituciones. La actitud de los gestores de la política económica se inclinó por evitar las tensiones que podían generar las reformas profundas y optaron por soluciones parciales y estrategias gradualistas que dieron lugar a la aparición de nuevos problemas y diluyeron la percepción de los problemas existentes. Tal fue el caso del recurso de emergencia a la liberalización de la contratación temporal para abrir una válvula de escape al desempleo masivo sin alterar en lo sustancial las condiciones de los

empleos indefinidos y sin abordar las rigideces existentes en la formación de salarios, problema que aún hoy persiste. De hecho, el resultado de esta solución de emergencia, que se terminaría perpetuando en el tiempo, fue el enquistamiento de un modelo dual que permitía mantener la rigidez del núcleo formado por los empleos con contrato indefinido a costa de una gran inestabilidad para una amplia franja de trabajadores con contratos temporales, excluidos de las supuestas propiedades protectoras de la legislación laboral. Desde mediados de los años ochenta, los estudios se dirigieron a explorar las consecuencias de dicho modelo, que tendía a acentuar la variabilidad del empleo y a distorsionar los incentivos a favor de las actividades productivas más proclives a basarse en los empleos temporales y de los puestos de trabajo menos cualificados con el consiguiente perjuicio para el avance la productividad.

A las mismas fechas se remontan los estudios sobre las implicaciones de los mecanismos de indicación salarial que tan negativas consecuencias habían tenido durante las crisis energéticas de los setenta y que la mayoría de los países europeos se apresuraban en abandonar. La modelización que hizo Franco Modigliani (Modigliani, F. y Padoa-Schioppa, T., 1978), con quien Rojo mantenía una relación muy cordial, del funcionamiento macroeconómico de una economía indiciada fue una línea de referencia para los trabajos de la época. Muchos años después, Rojo comentaría que mientras Modigliani había tenido éxito al convencer a su país para que abandonase el sistema de *scala mobile*, en España la indicación de los salarios había sobrevivido a todas las críticas y a sus negativas consecuencias sobre la estabilidad y la competitividad. En estos temas, Rojo pidió al Servicio de Estudios un sobre esfuerzo para traducir las conclusiones analíticas en términos de pedagogía y persuasión social y el Servicio de Estudios asumió un elevado protagonismo en este área del debate económico, aunque su influencia en las decisiones de política fue muy limitada. En 2010, en pleno auge de la tercera crisis de desempleo masivo se celebró un seminario de alto nivel organizado conjuntamente entre el Servicio de Estudios y el Fondo Monetario Internacional sobre la reforma del mercado de trabajo que se abrió precisamente con la constatación de la plena actualidad que todavía conservaban el análisis y las demandas de reforma que se habían formulado décadas atrás.

Los problemas de oferta en la formación de precios no se circunscribían al mercado de trabajo. El grado de competencia en los mercados de bienes y servicios en la determinación de los márgenes empresariales fue desde el principio otra de las áreas prioritarias de análisis y de propuestas de reformas orientadas a la liberalización que resultaban determinantes de la capacidad y flexibilidad de la respuesta de la oferta a las pulsaciones de la demanda. Este ha sido un terreno, por su naturaleza microeconómica, más alejado de la especialización propia del enfoque del Servicio de Estudios, por lo que los análisis y recomendaciones se han mantenido en un nivel más general, si bien desde el inicio de la UEM, y dada la pérdida de autonomía de las políticas monetarias y, en cierta medida, de las fiscales, se le hubo de dar un mayor peso, tanto en el plano analítico e institucional como en el empírico.

2.6 La estrategia de modelización

El proyecto de revitalización del Servicio de Estudios descansaba en la idea de desarrollar al máximo las capacidades de análisis y diagnóstico mediante el recurso a las aportaciones más avanzadas de la teoría y el uso riguroso de las técnicas disponibles de carácter empírico. Desde el punto de vista de los intereses del Banco de España, el buen uso del análisis era fundamental para poner en pie una política monetaria activa y evitar en lo posible los comportamientos erráticos, procíclicos o desestabilizadores de la misma. Y todo ello

implicaba adentrarse en el terreno de la estimación de los modelos econométricos que en aquella época pretendían suministrar una representación completa de la economía y una base fiable sobre la que calibrar los efectos de las acciones de política.

Para Luis Ángel Rojo, el enfoque analítico del Banco de España debía tener una orientación predominantemente macroeconómica. Ello requería ir más allá del seguimiento de la situación económica, en términos de crecimiento e inflación y de sus perspectivas a corto y medio plazo, por diversos motivos. En primer lugar, porque, aun cuando la política monetaria desarrolla su mayor capacidad de influencia sobre la economía en el corto y medio plazo, el comportamiento a largo plazo —esto es, la capacidad de la economía para capitalizarse y crecer— condiciona de forma decisiva la evolución a corto plazo e influye en la determinación de los márgenes de actuación de la política monetaria. Por la misma razón, tampoco cabía circunscribirse al ámbito macroeconómico, sino que resulta imprescindible conocer los fundamentos microeconómicos que subyacen a los comportamientos agregados. En segundo lugar, porque no es posible analizar adecuadamente los aspectos reales de la economía sin tener en cuenta su interacción con los monetarios y financieros, ámbito natural de actuación de la política monetaria. De hecho, el análisis de los flujos financieros y su incidencia en las decisiones de los agentes y en la evolución de las variables macroeconómicas constituía el rasgo más específico del enfoque analítico propio de un banco central. En tercer lugar, por la necesidad de conocer el marco institucional y regulatorio en el que se desenvuelven los mercados, los agentes y los sectores institucionales para entender adecuadamente su comportamiento económico y poder valorar su influencia sobre las principales variables. La aplicación del análisis teórico abstracto a las realidades económicas concretas no puede hacerse con rigor si no se conoce en profundidad el entramado institucional en el que se desenvuelve la actividad económica. Esto es particularmente relevante para algunas parcelas que tienen un protagonismo importante en la actuación de las políticas económicas, como es el caso del mercado de trabajo, los mercados financieros, la actividad económica del sector público, etc.

Con este bagaje, el Servicio de Estudios se impuso como tarea la construcción de un modelo macroeconómico que incorporara a España a la tradición establecida en los organismos con mayor reputación de la época. El empeño acaparó el principal esfuerzo de las primeras oleadas de economistas atraídos al Servicio de Estudios por Rojo. El proyecto no pudo culminarse con éxito, más que por las fuertes limitaciones estadísticas entonces existentes que requerirían muchos años de trabajo para ser superadas, por los cambios estructurales que se produjeron en la economía española de manera contemporánea al momento en el que el proyecto se estaba desarrollando. La Crítica de Lucas (Lucas, R. E., 1976) a los modelos tradicionales de raíz keynesiana sorprendió al Servicio de Estudios en tiempo real antes de haber podido culminar su trabajo. Fueron los cambios generados por las crisis del petróleo los que pusieron al descubierto la falta de estabilidad de las relaciones de comportamiento que los modelos consideraban estructurales, como si los agentes no fueran capaces de incorporar a sus expectativas las respuestas del conjunto de la economía a las actuaciones de política económica y a las distintas perturbaciones. En palabras de Rojo: «Se suponía habitualmente, en efecto, que los parámetros estructurales de dichos modelos, una vez estimados, se mantendrían estables e invariantes respecto de las políticas económicas adoptadas; pero —señalaba Lucas— descripciones de la estructura de una economía basadas en observaciones relativas a un período que presencié un régimen de política económica quedarán anticuadas y generarán errores si los objetivos y el modo de operar de la política económica cambian: los valores de los parámetros estructurales de los modelos y, por tanto, los efectos previsibles de las políticas

económicas resultarán alterados cuando los sujetos vayan descubriendo los nuevos elementos sistemáticos de éstas y modificando, en consecuencia, sus expectativas y, con ellas, su comportamiento. [...] Esta crítica de Lucas tuvo efectos devastadores para la que entonces era práctica econométrica habitual» (Rojo, L. A., 2004).

De aquel intento sobrevivieron muchas piezas sueltas que se fueron reconstruyendo y actualizando a la luz de los nuevos desarrollos de la teoría económica y econométrica y que sirvieron para modelizar los sectores más relevantes del funcionamiento de la economía. Pero sobre todo sirvió para arraigar la modelización econométrica en el centro de la concepción de la economía aplicada que habría de desarrollar el Servicio de Estudios, recurriendo a una base analítica plural y evolutiva y utilizando a veces enfoques conceptuales competitivos de forma complementaria. De todo ello surgió la idea de que un cierto eclecticismo en el uso de la teoría económica resultaba legítimo como forma de aproximación a una realidad muy compleja, resultado de influencias muy diversas, dados los supuestos simplificadores en los que se basan los modelos teóricos disponibles. También se optó por recurrir a una variada gama de modelos empíricos, de acuerdo con la naturaleza de los problemas objeto de estudio, con el carácter general o parcial del ámbito de análisis y con el horizonte temporal relevante. Este enfoque no habría podido avanzar si no se hubiera dado un salto adelante en el terreno de la información estadística y en las técnicas de análisis de las series temporales que también fueron impulsadas por Rojo con tanto relieve que su adecuado tratamiento necesitaría un capítulo aparte. El avance en el ámbito de la modelización ha resultado crucial para mejorar el diagnóstico de los problemas a medio plazo de la economía española y ha sido de capital importancia para mejorar la calidad de las proyecciones macroeconómicas a medio y largo plazo, que el Banco de España empezó a publicar en 2007 con periodicidad anual y un horizonte de proyección a dos años vista.

2.7 El legado de Luis Ángel Rojo

La impronta de Luis Ángel Rojo en la sociedad y la economía española ha sido muy profunda. De hecho, ha sido uno de esos raros intelectuales que han dejado huella en su historia reciente, y lo ha hecho en el campo del análisis económico y de la definición de las políticas económicas en una fase en la que la economía española se ha enfrentado a opciones y encrucijadas decisivas para el futuro de su modernización. Su legado se extiende a amplias parcelas económicas, sociales e institucionales de la sociedad española y, del mismo, dan testimonio la legión de economistas y otros profesionales de las ciencias sociales que tienen a gala considerarse como discípulos suyos. En todo caso, el Servicio de Estudios del Banco de España es una de las piezas más valiosas de su legado porque no solo fue la plataforma donde logró aglutinar el equipo de profesionales que necesitaba para impulsar su proyecto y desde el que lo pudo lanzar hacia el Banco de España y la propia sociedad española, sino porque cobró vida institucional propia con la capacidad suficiente para perdurar en el futuro como un ingrediente fundamental de la independencia del Banco de España.

3 La voz de Ángel Rojo como Gobernador²

Ángel Rojo fue Gobernador del Banco de España desde 1992 hasta 2000, durante un período en el que la economía española y el propio Banco de España registraron profundas transformaciones que permitieron superar la brecha que históricamente había separado a España de los países más estables y avanzados de Europa.

La contribución de Ángel Rojo a dicha transformación ha sido unánimemente reconocida. Su labor como gobernador le permitió desarrollar y culminar un programa de modernización que había ido madurando desde su incorporación al Servicio de Estudios en 1971 con la aspiración de construir una plataforma desde la que poder impulsar un análisis económico con niveles de excelencia que sirviera para el diseño de políticas efectivas para la consecución de la estabilidad macroeconómica, financiera y monetaria.

En este libro se publica una amplia selección de los discursos y las conferencias que pronunció como gobernador, a partir de la cual se puede seguir el trazo de la agenda de objetivos y prioridades con la que dirigió la política monetaria, financiera y supervisora durante su mandato.

Los discursos de un gobernador no son más que la parte visible de un complejo más amplio y detallado de ideas y de propuestas que han sido filtradas y tamizadas por los condicionantes específicos que se derivan del ejercicio de las funciones institucionales que desempeña la propia comunicación de un banco central. En este volumen no se incluye, por ejemplo, la producción de artículos académicos o de divulgación que Ángel Rojo realizó durante su período de Gobernador, dando continuidad a una fecunda trayectoria que ya ha sido recogida en numerosas publicaciones. En cualquier caso, la voz de los gobernadores no deja de ser un instrumento más de política que mueve las expectativas y los mercados, por lo que ha de estar sometida a reglas de contención y consideraciones de oportunidad que aseguren su coherencia y reputación.

Esos filtros obligados impiden que los discursos de los gobernadores puedan considerarse un reflejo completo y fiel de su pensamiento. En el caso de Ángel Rojo, en el que su papel de banquero central o gobernador era adjetivo de su carácter más sustantivo como analista teórico y pensador económico, con mayor razón es necesario considerar sus discursos y conferencias un reflejo solo parcial e incompleto de su análisis de la realidad económica, sobre todo si se tiene en cuenta que sus pronunciamientos se produjeron en medio de trascendentales debates sobre las opciones de política económica en España, que aumentaban, si cabe, las necesidades de prudencia en el uso de la potente herramienta de la voz del gobernador.

Es ésta una cautela que el propio Ángel Rojo había enfatizado en gran medida, pues no le habría gustado que la sobriedad y contención propias del ejercicio de sus funciones institucionales se confundieran con una insuficiente perspicacia o profundidad académica. Una prevención a toda luz excesiva, como se puede comprobar en la riqueza analítica, en el rigor y la solidez de los temas abordados en los discursos y conferencias recogidos en este

2. Este texto fue incluido como Introducción en el libro que con el título de *Luis Ángel Rojo, gobernador del Banco de España. Discursos y conferencias* fue publicado por el Banco de España en febrero de 2012. Las referencias que entre paréntesis aparecen al final de las citas que aquí se incluyen, corresponden a los números de páginas de dicho libro.

volumen, que constituyen, a pesar de todos los filtros y sordinas, un compendio rico y exhaustivo de los fundamentos analíticos que guiaron la acción del Banco de España y sus requerimientos hacia otros componentes de la política económica en el período de avance más rápido y trascendental en la modernización de la economía española.

Para editar los discursos y conferencias de Ángel Rojo durante su época de gobernador ha sido necesario realizar una labor de recopilación y edición, ya que gran parte de los textos estaban dispersos y no se encontraban en formato digital. También ha sido inevitable realizar una selección que redujese la lógica reiteración de temas y de ideas que se produce como consecuencia de la obligada constante presencia pública del Gobernador³.

En la elección de algún criterio que sirviera para la ordenación de los discursos y las conferencias, se ha optado por combinar el orden cronológico con el temático. Por un lado, los discursos de presentación del Informe Anual recogen, como es obligado, una gran variedad de temas y ofrecen por sí mismos una visión global del período en el que Ángel Rojo dirigió el Banco y en el que se tomaron decisiones de enorme trascendencia para la economía española que habrían de culminar con la entrada en el euro. Por ello ha parecido conveniente abrir la selección de discursos con una sección en la que se recogen cronológicamente los ocho discursos de su mandato. El resto de los discursos y conferencias se han agrupado en grandes secciones temáticas: la política monetaria, la creación e integración española en la Unión Económica Monetaria, el sistema financiero y bancario y el pensamiento macroeconómico, dentro de cada una de las cuales se ha mantenido, por lo general, el orden cronológico.

3.1 Los discursos de presentación del Informe Anual

Desde su llegada al Servicio de Estudios en 1971, Ángel Rojo utilizó el Informe Anual como una importante palanca para la propia transformación del Banco de España. Pensaba que su principal virtualidad consistía en situar el ingrediente del análisis económico en el centro de gravedad de una institución con importantes responsabilidades macroeconómicas en un país que, como España, arrastraba déficit endémicos en el terreno de la estabilidad que habían lastrado severamente sus posibilidades de incorporación al núcleo de los países europeos más avanzados. En plena coherencia con este enfoque, cuando llegó a gobernador, sus discursos de presentación del Informe Anual ante el Consejo del Banco desempeñaron un papel central en el diagnóstico de la situación de la economía española y en la fundamentación de las políticas del Banco y de los mensajes hacia los restantes agentes económicos y gestores de políticas. Y las señas de identidad de estos discursos habrían de ser esencialmente las mismas que él había imprimido desde el principio al Informe Anual como director del Servicio de Estudios: la profundidad analítica y empírica y el elevado contenido normativo desde la independencia y las responsabilidades institucionales específicas del Banco. Esas características habían forjado el predicamento del Informe en la sociedad española como un obligado punto de referencia en el debate de política económica.

Ya en su primer discurso de presentación del Informe Anual de 1992 abordó de forma directa los retos que para una economía como la española representaba la entonces acuciante crisis del Sistema Monetario Europeo (SME) y las graves incertidumbres que se cernían sobre el proyecto de la Unión Monetaria y que no eran sustancialmente diferentes de

³. Esta minuciosa labor ha sido realizada por un equipo coordinado por Eloísa Ortega y formado por Jesús Esteban, Pilar García Perea, Antonio Millaruelo, Beatriz Sanz, Teresa Sastre y Joaquín Zamorano. Todos ellos me han ayudado también en la elaboración de esta introducción, por lo que les estoy muy agradecido.

las que se habrían de vivir casi veinte años después con el estallido de la actual crisis de la deuda soberana. El discurso está dedicado a extraer lecciones de la experiencia y de los errores que se habían cometido con anterioridad y a reflexionar sobre las exigencias de actuación en el futuro. En relación con las dificultades para el avance hacia la Unión Monetaria desarrolló dos ideas básicas, que bien podrían transponerse a la actualidad: por un lado, señala que una actuación concertada y temprana habría reducido la amplitud y costes de la inestabilidad y, por otro, certifica la imposibilidad de mantener una divisa en un sistema de cambios fijos sin la adecuada estabilidad macroeconómica. España, en medio de una recesión y con dificultades para controlar la inflación, estaba obligada a acometer importantes reformas que Ángel Rojo identificaba, sobre todo, en el mercado de trabajo y en el sector público. Dos citas son especialmente ilustrativas de la raíz de algunos problemas que se vivieron entonces y que muchos años después siguen todavía presentes:

«La evidencia disponible es tan clara y tan negativa que los poderes públicos no deberían demorar más tiempo el impulso conducente a la reforma del mercado de trabajo. Es una reforma que la sociedad debería apoyar reflexivamente y que los agentes sociales deberían esforzarse en negociar y conformar desde la convicción de que la reducción de las reglamentaciones existentes, la flexibilización del mercado y el paulatino desplazamiento del centro de atención y esfuerzos desde una política pasiva de ayuda a los desempleados hacia una política activa y eficaz de estímulo al trabajo, formación profesional y agilidad en las colocaciones constituyen el mejor camino para resolver el problema del paro de modo sostenido, como lo muestra la experiencia de los países socialmente más avanzados» [pág. 54].

«Las ineficiencias y rigideces del funcionamiento de los mercados tienen una relación compleja, mezcla de causas y efectos, con la estructura y la gestión del sector público. Por una parte, la influencia dominante que ha adquirido el sector público en todas las economías desarrolladas hace que cada vez sean mayores las demandas de los agentes sociales para que el Estado cubra toda clase de riesgos y ofrezca protección frente a las adversidades, al tiempo que se sustenta la falsa idea de que el Estado tiene a su alcance el garantizar los niveles de renta de todos los ciudadanos, con independencia de cuáles sean la actuación e incluso las preferencias de éstos —lo que, desde el punto de vista de la economía, es simplemente imposible—» [pág. 55].

El año siguiente la atención del discurso se centró en las importantes consecuencias de la crisis del Sistema Monetario Europeo que había arrastrado a España a una secuencia de devaluaciones sucesivas como resultado de las insuficiencias de las políticas de estabilidad macroeconómica y de las rigideces estructurales pendientes. También fue el año en el que el Banco de España estrenó su Ley de Autonomía, por lo que el Gobernador dedicó una buena parte de su discurso a subrayar la importancia del objetivo primordial de la estabilidad de precios y a las implicaciones que se derivan tanto para la necesaria interacción con la política fiscal como para las obligaciones de transparencia y dación de cuentas. Pero también fue el año en el que las secuelas de la crisis alcanzaron a uno de los grandes bancos, suceso de gran trascendencia al que en el discurso se dedican importantes reflexiones. Más adelante se hará referencia a otros dos importantes discursos en los que Ángel Rojo abordó de manera monográfica y con gran profundidad el que fue el episodio

más arduo de su mandato. Baste aquí con señalar que en la presentación del Informe Anual el Gobernador declaró que el año había sido muy difícil para el Banco de España y destacar dos citas muy reveladoras del diagnóstico en el que se basó la intervención de Banesto y de la filosofía supervisora con la que fue abordada esa crisis:

«Todas las crisis de cierta significación que se han producido recientemente en los países industrializados tienen en común el ser crisis de viejo cuño, ajenas a innovaciones o desarrollos financieros novedosos, en las que ha estado presente una combinación de factores bien conocida: mala gestión (en particular, del riesgo de crédito), deficiencias de organización y control interno, incumplimiento de la normativa prudencial y contable y, en fin, falta de transparencia, que impide o dificulta las tareas de supervisión» [pág. 76].

«Con todo, las crisis individuales y las quiebras forman parte del proceso de depuración de empresas o de gestores ineficientes en un mundo competitivo. El objetivo fundamental de la supervisión no es ahogar la iniciativa empresarial mediante regulaciones prolijas y costosas que traten de prevenir todas las quiebras bancarias, sino reducir su probabilidad y minimizar el riesgo de contagio al conjunto del sistema» [pág. 78].

La presentación del Informe del año 1994 es la primera que se realiza bajo el régimen de la recién estrenada autonomía del Banco de España, por lo que el Gobernador se explaya en la trascendencia del objetivo de estabilidad de precios y en los importantes obstáculos que se oponen a su consecución en España. De ese razonamiento, el gobernador deduce la trascendencia de una disciplina presupuestaria estricta y la superación de los intereses que se oponen a la flexibilidad necesaria en el funcionamiento de los mercados:

«Estos argumentos [los relativos a las distorsiones que introducen las rigideces] deberían imponerse sobre los intereses parciales e impulsar el avance de las denominadas «reformas estructurales», expresión ceremonial tras la que se oculta, en la mayoría de los casos, la necesidad de introducir mayor flexibilidad y libertad en mercados y actividades» [pág. 86].

«Sólo así se podría [mediante la ejecución estricta del presupuesto] retener la confianza de los mercados, evitar los problemas de financiación y de refinanciación de una deuda en rápido aumento, reducir los efectos negativos sobre la inflación y el crecimiento y conjurar los efectos perturbadores —ya bien conocidos— de la combinación de una política fiscal expansiva y una política monetaria de signo estabilizador» [pág. 90].

Los años siguientes tuvieron como común denominador la evaluación de los progresos en la convergencia nominal con los países de la Unión Europea, que en lo que se refiere a las responsabilidades del Banco de España se articuló a través de una nueva estrategia de política monetaria basada en objetivos directos de inflación, que se aborda en otro de los bloques temáticos de los discursos seleccionados en este volumen. En el enfoque de las dificultades para el propio avance del proyecto de integración monetaria, Ángel Rojo alerta sobre la importancia del impulso político y de los riesgos de inestabilidad que se ciernen sobre éste. Las siguientes citas del discurso correspondiente al Informe de 1996 son muy ilustrativas:

«La persistencia del proyecto de integración monetaria a través de tantos problemas y perturbaciones sólo se explica, en parte, por la fuerza de las ideas políticas que impulsan la construcción de una Europa unida y, en parte, por la coincidencia del contenido de las políticas de convergencia con la orientación básica de los remedios necesarios para aliviar los problemas económicos de Europa» [págs. 111-112].

«Europa no puede ignorar el cambiante escenario global en el que se insertan sus economías; la resistencia a los cambios y la apuesta por políticas insostenibles a medio plazo sólo podrían tener graves consecuencias para el futuro, con una intensificación de los problemas actuales» [pág. 116].

En junio de 1998, cuando se presenta el Informe de 1997, ya se habían despejado las dudas sobre la creación de la UEM y el Banco Central Europeo se acababa de establecer. La economía española había logrado cumplir los criterios de convergencia y se encontraba entre los países fundadores del euro. Ángel Rojo explica que ese importante éxito en el avance hacia las pautas de estabilidad de los países más avanzados era el fruto de una instrumentación más equilibrada de las políticas económicas y advertía de que la participación de España sin fricciones en la UEM exigía a la economía española perseverar en las políticas de estabilidad macroeconómica y presupuestaria y de reforma estructural. La siguiente cita resulta premonitory de las dificultades que podrían surgir si el avance en estos terrenos no era suficientemente sólido. Con la entrada en el euro no todo estaba hecho.

«Las repercusiones para la economía española, dentro de la Unión Monetaria, de una evolución dispar de costes y precios o de una insuficiente capacidad de reacción frente a las posibles perturbaciones que puedan producirse en el futuro podrían llegar a ser muy graves. Para evitar estos peligros es imprescindible profundizar en los procesos de consolidación presupuestaria y de reformas estructurales emprendidos» [pág. 134].

Cuando en junio de 1999 presentó el Informe Anual de 1998, la UEM ya había empezado su andadura y se había completado la transferencia de las decisiones de política monetaria al Eurosistema. El discurso valora muy positivamente la instrumentación de la política monetaria común y constata el funcionamiento adecuado del complejo marco operativo que se había diseñado para instrumentarla de forma descentralizada y que había permitido una integración satisfactoria del interbancario español en el mercado monetario europeo, algo que había glosado ya en julio de 1998, en la conferencia de clausura del curso de Aguadulce. Ya se empezaban a percibir los efectos expansivos que sobre la economía española estaban teniendo el éxito de las políticas de convergencia y el descenso de los tipos de interés. El discurso advertía, sin embargo, sobre los riesgos que la notable relajación monetaria podía implicar en términos de una composición desequilibrada del gasto, con excesiva demanda interior y aumento del déficit externo, y de un crecimiento excesivo del crédito. Aspecto este último que consideraba el más preocupante desde el punto de vista de la supervisión, pues, en ausencia de una suficiente prudencia de las entidades, se podrían generar riesgos considerables para la estabilidad financiera.

«Aunque es verdad que la mayor internacionalización de la actividad de nuestras entidades es un lógico corolario de la creciente integración de los mercados financieros, también lo es que la mayor dependencia

de los bancos y cajas respecto de los circuitos internacionales de financiación hace que su actividad sea más sensible a la evolución de las condiciones exteriores de liquidez» [pág. 152].

«La necesaria actitud de prudencia cobra aún más importancia en una situación como la actual, en la que el fuerte crecimiento del crédito, al confluir con la atonía de la demanda de pasivos bancarios tradicionales, está induciendo a las entidades a obtener la financiación suplementaria en los mercados interbancarios exteriores» [pág. 157].

En su último discurso como Gobernador ante el Consejo de Gobierno del Banco de España, en junio de 2000, con motivo de la presentación del Informe Anual de 1999, insiste en los efectos que una política monetaria común expansiva, justificada por las necesidades del conjunto del área, podría tener sobre algunos países, entre los que sin duda se encontraba España. Si la situación de elevada expansión de la demanda no era suficientemente contrarrestada por otras políticas de consolidación fiscal y de liberalización de los mercados, se corría el peligro de generar desequilibrios que serían muy difíciles de embridar y corregir dentro de la Unión Monetaria. Sus advertencias eran muy claras y habrían de tener un carácter premonitorio de lo que acabaría pasando después en España y en el área del euro:

«Cuando la política monetaria común adaptada a la situación global de la zona resulte demasiado expansiva o contractiva para un país del área, éste habrá de actuar compensatoriamente con una política fiscal de signo contractivo o expansivo, respectivamente, y, en el primer caso, aplicar políticas que aumenten la flexibilidad y la competencia en la economía» [pág. 166].

«Estas situaciones de holgura monetaria relativa no tienen mayor importancia si son pasajeras; pero si persisten en el tiempo y no son suficientemente compensadas, pueden acabar generando, en los países afectados, presiones de la demanda sobre la oferta que conduzcan a pérdidas de competitividad cuya corrección acabaría exigiendo la reducción del ritmo de crecimiento del producto y descensos del nivel de empleo» [pág. 166]

Cuando analiza la situación del sistema financiero y los beneficios que éste ha obtenido con la integración monetaria, vuelve a señalar la expansión del crédito al sector privado como el desarrollo más peligroso tanto desde el punto de vista macroeconómico como del de la supervisión prudencial del sistema bancario. En ese diagnóstico se basa para fundamentar la necesidad de integrar la política de provisiones de los riesgos de crédito con la política de recursos propios, a la que respondió su iniciativa pionera de establecer un mecanismo que corrigiera el comportamiento cíclico de las provisiones mediante el establecimiento de la entonces llamada provisión estadística, cuya filosofía habría de quedar incorporada en los enfoques regulatorios más recientes.

«Los auges cíclicos —cuando la demanda de financiación es intensa, los indicadores de la morosidad revelada son muy bajos y el clima de optimismo tiende a debilitar la apreciación de los riesgos, la calidad de su selección y las condiciones de concesión de los créditos— son períodos

en los que se siembran los problemas que pueden hacerse efectivos más adelante, cuando maduren las operaciones o cambie la coyuntura. Por ello, el Banco de España ha de hacer continuas llamadas a la prudencia de las entidades de crédito y, si es preciso, introducir normas para reforzarla en las fases de optimismo» [págs. 174-175].

«El riesgo de crédito sigue siendo el más importante para la inmensa mayoría de las entidades y la causa principal de los fracasos bancarios. Una valoración inadecuada de la falencia esperable de las carteras puede hacer insuficiente cualquier coeficiente de solvencia bancaria. Hasta ahora, los reguladores internacionales habían centrado su atención en el coeficiente de solvencia, pero no habían entrado apenas en el problema previo de la provisión. Esta postura parece estar cambiando en el curso de la nueva reflexión sobre los métodos de evaluación de los riesgos crediticios» [pág. 175].

Las provisiones dinámicas, que es como ahora son conocidas, han pasado a ser uno de los instrumentos más valorados de la batería de herramientas de la nueva rama de la política económica, la política macroprudencial, que ha emergido como una de las respuestas necesarias frente a las vulnerabilidades que ha puesto de manifiesto la crisis.

3.2 Política monetaria

Como es lógico, el tema de la política monetaria es el que más páginas ha ocupado en los discursos y conferencias de Ángel Rojo como Gobernador, como ya había estado en el centro de su agenda de trabajo desde que se incorporó al Servicio de Estudios con el principal cometido de poner en pie una política monetaria activa capaz de ejercer una influencia autónoma sobre los determinantes monetarios de la formación de precios. En sus discursos como Gobernador se puede encontrar tanto una rica fundamentación analítica de la estrategia de política monetaria del Banco de España durante su mandato como una contextualización de los determinantes precisos de las decisiones tomadas y un análisis de los diversos condicionamientos de su eficacia. En esta sección es en la que se ha hecho una mayor criba en la selección de textos, prescindiendo sobre todo de aquellos discursos con mayor contenido coyuntural.

En la conferencia pronunciada en una jornada organizada en diciembre de 1993 por los diarios Financial Times y Expansión, Ángel Rojo se adentra en el debate, siempre de actualidad, sobre el papel del banco central en la política económica para exponer el punto de vista predominante, según el cual debe concederse la atención prioritaria al control de la inflación. Y señala:

«El establecimiento de un compromiso institucional de la política monetaria con la estabilidad de los precios descansa [...] en la convicción intelectual de que el crecimiento a largo plazo está determinado por factores reales y que la inflación es predominantemente un fenómeno monetario» [pág. 197].

No obstante, se explaya en identificar las grandes dificultades a las que se enfrenta la política monetaria para alcanzar la estabilidad de precios por sí sola, lo que le lleva a aconsejar el seguimiento de estrategias gradualistas y a aceptar ciertos grados de discrecionalidad en las reglas asumidas por la estrategia de objetivos:

«...aunque la política monetaria tenga como objetivo básico proclamado el logro de la estabilidad de los precios, la complejidad de la realidad económica hace difícil que la política monetaria se instrumente mediante normas rígidas que excluyan todo elemento de discrecionalidad» [pág. 200].

Este análisis lo utiliza para explicar cómo ha ido ganando apoyo la propuesta de resolver el problema de la credibilidad atribuyendo la responsabilidad de la política monetaria a bancos centrales autónomos cuya prioridad sea la estabilidad de precios, aunque advierte de que ello no es una panacea:

«El logro de la estabilidad monetaria es la tarea primordial de un banco central autónomo. Sin embargo, ningún estatuto formal de autonomía garantiza el éxito de esa tarea. La independencia del banco central no es una panacea capaz de resolver, por sí misma, los problemas complejos, arraigados en la cultura de los agentes económicos [...] que subyacen, con frecuencia, a la inestabilidad monetaria» [pág. 203].

«Sólo deseo insistir en que la sociedad y el Estado no se librarán de sus responsabilidades respecto de la estabilidad trasladando formalmente la carga del problema al banco central; porque éste sólo podrá cumplir sus objetivos si tiene un respaldo firme en sus actuaciones» [pág. 204].

La conducción de la política monetaria durante su mandato tuvo como punto de partida los destrozos que la crisis del Sistema Monetario Europeo había hecho en la estrategia que se había seguido con anterioridad, basada en la fijación de objetivos para los agregados monetarios en combinación con un compromiso de estabilidad cambiaria. El caudal de credibilidad que se esperaba del compromiso cambiario se había dilapidado en políticas fiscales expansivas y las devaluaciones de la peseta habían sido la sanción de los mercados a la falta de estabilidad interna. Todo ello llevó a una revisión profunda de todo el marco institucional y estratégico de la política monetaria. Una síntesis de dicha revisión se puede encontrar en el discurso de 28 de noviembre de 1994 ante la Comisión de Economía del Congreso de los Diputados, en el que analiza las razones que justificaban un cambio de estrategia y anuncia la adopción de un esquema de objetivos directos de inflación que relegaba los agregados monetarios al papel de indicadores complementarios y mantenía unas bandas de fluctuación muy amplias para el tipo de cambio que evitaran la aparición de los dilemas que habían sido frecuentes en el pasado.

En los discursos sobre política monetaria el tema de las distorsiones que la inestabilidad de los movimientos de capitales introducía en la conducción de la política monetaria era recurrente:

«Estamos ante mercados inquietos, sobreinformados, reelaboradores continuos de la información disponible en la formación de sus expectativas» [pág. 230].

«En unos mercados inquietos, las noticias y los rumores —a veces lanzados por quienes buscan la obtención rápida de beneficios— ponen en marcha uno y otro tipo de operaciones generando ataques de formidables proporciones sobre una o varias divisas» [pág. 230].

A pesar de ello, pone en guardia frente a aquellas voces que tratan de frenar dichos movimientos mediante la introducción de regulaciones restrictivas. Advierte que el fundamento del desarrollo de los mercados financieros internacionales no es ideológico, sino tecnológico, por lo que considera imparables la globalización y la liberalización. Le parece prácticamente imposible introducir regulaciones para evitar los efectos negativos de determinados movimientos de capitales sin dañar a otros cuya conservación es beneficiosa y sin que se generen rápidamente mecanismos que permitan eludir las regulaciones introducidas.

En relación con el cambio de estrategia monetaria, en su comparecencia de diciembre de 1995 anunció la publicación de un informe semestral sobre la inflación con el propósito de aumentar la transparencia y reforzar la credibilidad, ya que a su juicio una estrategia de este tipo requiere un análisis profundo y complejo en el que se fundamenten las decisiones adoptadas y valorar adecuadamente los resultados alcanzados. El contenido de esta publicación será el motivo de sus comparecencias regulares en el Congreso hasta el inicio de la UEM, y no se cansará de recordar que:

«La estabilidad de precios no es alcanzable, o lo es con un coste tan alto que puede resultar prohibitivo, si a ello no contribuye el conjunto de los agentes económicos, convencidos de los beneficios que, a medio plazo, reporta la ausencia de inflación» [pág. 242].

La preocupación por el impacto de los hábitos de negociación salarial en la formación de precios fue una constante presente, de una forma o de otra, en todos los discursos centrados en la batalla por reducir la inflación. En una de estas ocasiones, en concreto con motivo de su comparecencia ante la Comisión de Economía del Congreso de los Diputados del 24 de febrero de 1993, expresó con particular nitidez y concisión una idea que en lo fundamental ha seguido siendo válida hasta nuestros días, lo que refleja la magnitud de las resistencias al cambio:

«...debajo de la inflación hay un ritmo de crecimiento de los salarios, apenas sensible a la evolución de la economía y de las condiciones del propio mercado de trabajo...» [pág. 186].

«Un país que registra ese ritmo de incremento de los costes laborales con tasas de paro tan elevadas como las españolas tiene, con seguridad, graves problemas de funcionamiento de su mercado laboral...» [pág. 192].

Después del verano de 1996, en su primer discurso tras las elecciones generales y el cambio de gobierno, se dedicó a reiterar con un énfasis especial que la incorporación de España a la UEM con tasas bajas de inflación venía siendo el objetivo fundamental de la política monetaria y a subrayar que la nueva estrategia adoptada estaba permitiendo doblegar la resistencia que la inflación había venido mostrando hasta entonces para descender por debajo de ciertos umbrales. Este logro era el que permitía una reducción gradual de los tipos de interés que favoreciese un dinamismo compatible con la estabilidad. En otra comparecencia en diciembre de ese año todavía alertaba sobre las dificultades para alcanzar una convergencia suficientemente satisfactoria:

«Resultaría muy arriesgado para la competitividad de las empresas españolas y el crecimiento económico y la generación de empleo acceder

a la Unión Monetaria con una tasa de inflación que no estuviese suficientemente alineada con el nivel medio del área» [pág. 257].

«...queda todavía pendiente la tarea más difícil para la culminación de este proceso: la consolidación de unas pautas de comportamiento por parte de los diversos agentes económicos que contemplen, como elemento consustancial a los procesos de toma de decisiones, la existencia de un grado elevado de estabilidad nominal y el reconocimiento de los beneficios que de ésta derivan» [pág. 260].

En las comparecencias de 1997 se hace visible la satisfacción por haber conseguido situar la tasa de inflación por debajo del 2%, el nivel más bajo de los últimos treinta años y que permitía cumplir con holgura y notable antelación el objetivo de medio plazo fijado por el Banco de España y los criterios de estabilidad establecidos para valorar la convergencia y seleccionar a los países fundadores del euro. También señala los enormes beneficios que de este logro se derivan:

«El adecuado control de los precios permite recortes de los tipos de interés que, por un lado, reducen la carga de la deuda y, por tanto, el déficit mientras que, por otro, estimulan la actividad económica —especialmente la inversión—, lo que contribuye al aumento del empleo...» [pág. 265].

Sin embargo, en su último discurso de dación de cuentas de la política monetaria soberana ante el Congreso, en diciembre de 1997, porque las comparecencias del año siguiente estarían ya más centradas en la transición hacia la política monetaria común, traslada su preocupación a la dificultad de asegurar que el logro de la convergencia en materia de inflación sea permanente y alerta sobre los riesgos de que, una vez dentro de la Unión Monetaria, pudieran reaparecer diferenciales de inflación que supusiesen un deterioro de la competitividad de la economía española. Su mensaje al respecto es nítido, y nadie puede decir que no estuviéramos advertidos:

«Sin embargo, nada excluye que, en el futuro, una vez dentro de la Unión Monetaria, puedan aparecer episodios de discrepancia cíclica o divergencias en las pautas de gasto entre las economías de los países participantes. Si así fuese, cualquier desviación alcista de precios y costes en relación con las otras economías del área tenderá a reflejarse, si se produce, en un empeoramiento de la competitividad y en la disminución de los ritmos de crecimiento y de creación de empleo. En tales condiciones, puesto que la política monetaria única deberá gestionarse teniendo en cuenta la situación del conjunto del área euro, ya no resultará posible adaptar las condiciones monetarias o cambiarias para impedir que, en un determinado país, se materialicen los riesgos anteriores. De ahí la trascendencia de que otros instrumentos de política económica adquieran un mayor protagonismo en el mantenimiento de la estabilidad macroeconómica, y de que el comportamiento de los salarios y los márgenes se adapte convenientemente a las exigencias de pertenecer a un área monetaria común» [pág. 282].

3.3 La integración en la UEM

El ingreso en la UEM es el gran hito y el mayor logro del mandato de Ángel Rojo al frente del Banco de España, con el que culminaba con éxito la larga batalla por establecer en España un régimen de estabilidad macroeconómica. No es de extrañar que a este tema dedicara un gran número de discursos, de los que en este volumen se recoge una amplia selección. Todos los ángulos del proyecto, y de su construcción, son abordados desde una perspectiva analítica y con una gran preocupación pedagógica, dada la importancia de los esfuerzos que todos los agentes e instituciones habrían de hacer para adaptarse a lo que Ángel Rojo denominaba un complejo proyecto de ingeniería social.

Los antecedentes de la UEM están relacionados con el funcionamiento del Sistema Monetario Europeo (SME). A ello Ángel Rojo dedicó gran atención en su época al frente del Servicio de Estudios y como subgobernador, por lo que los discursos sobre esta materia no están recogidos en este volumen. Como Gobernador le tocó capear, como ya se ha dicho, con la crisis del SME, que explotó en sus dos primeros meses de mandato y que arrojó una gran sombra de duda sobre la viabilidad del proyecto, todavía embrionario, de la UEM. En un discurso pronunciado en el Instituto de Política Económica de Colonia en diciembre de 1992 se adentra en un diagnóstico de la crisis del SME y en las posibles vías para superarla. Señala que, en el caso español, las expectativas que se habían albergado con la incorporación de la peseta al mecanismo de cambios no se habían cumplido debido a que los beneficios del sistema en términos de credibilidad y confianza, lejos de aprovecharse para acelerar el cambio hacia un régimen de estabilidad, se utilizaron para dilatar en el tiempo los ajustes necesarios en tres áreas diferentes: el crecimiento de los salarios, el ajuste presupuestario y la corrección de la balanza de pagos. A la vez reafirma la idea de que la entrada en la UEM ofrece una oportunidad prácticamente única para acabar con la inercia de las presiones inflacionistas y superar, por tanto, una de las principales rémoras de las economías periféricas. Y frente al desánimo generado por la crisis del SME proclama:

«Los acontecimientos de septiembre deberían hacernos conscientes de las dificultades de la etapa de transición y de la necesidad de guardarnos de ellas; pero no ponen en cuestión el valor del objetivo último, sino que, por el contrario, lo confirman» [pág. 298].

En una conferencia pronunciada en la Fundación Ortega y Gasset en mayo de 1994 esboza, en la misma línea, algunos de los aspectos centrales de la integración monetaria, tal como había sido definida en el Tratado de Maastricht, y señala que:

«Constituye una vieja aspiración europea, y su racionalidad se asienta sobre bases muy sólidas, por más que su realización tropiece con dificultades prácticas que, a veces, parecen insuperables» [pág. 305].

En un almuerzo de trabajo de la APD, en febrero de 1996, dedicado a la Unión Monetaria, alerta sobre la tentación de interpretar las dificultades derivadas de las coyunturas adversas en peticiones de redefinición o reinterpretación de los criterios de convergencia de Maastricht o del aplazamiento de todo el proceso. Esas posturas solo conducen a un relajamiento de las políticas de convergencia que resultaría muy perjudicial. España debía aspirar a incorporarse a la UEM bajo los supuestos de que la selección de países sería rigurosa y puntual en el tiempo. La gran ventaja de esa apuesta residía en que el contenido de las políticas de preparación para la Unión Monetaria coincidía con las políticas

económicas que nuestro país debía desarrollar para asegurar un crecimiento sostenido en el futuro, con o sin UEM. Y lo expresaba así:

«La pertenencia a la Unión Monetaria requiere persistencia, sostenibilidad en las políticas de estabilidad y mayores grados de flexibilidad en la economía; y éstos son también los requerimientos para un mejor funcionamiento de nuestra economía en el futuro. Necesitamos políticas de estabilidad y orientadas a hacer más flexible nuestra economía, con un horizonte a medio plazo, como fundamentos para el crecimiento y la creación de empleo; y éstas son también las políticas que nos llevan hacia la Unión Monetaria. Sin esas políticas, tendremos serias dificultades para ingresar en la Unión Monetaria o para vivir dentro de ella; pero igualmente las tendremos para vivir al margen de la Unión» [pág. 321].

Más adelante, ese mismo año, en la conferencia de las XXIII Jornadas de Mercado Monetario en Granada, el 24 de mayo, señalaba que a medida que se acercaba la fecha de la selección de los países, aumentaban las dudas y vacilaciones sobre el proyecto y su calendario. Y frente a ello recordaba que había una voluntad firme de los principales países para desarrollar el proyecto al ritmo previsto, por lo que sería una irresponsabilidad que España apostase por un retraso, y concluye:

«...si un país está firmemente decidido a incorporarse a la Unión Monetaria, ha de mostrarse también dispuesto a hacer los esfuerzos necesarios para tratar de estar, preferiblemente, entre los países seleccionados en la primera hornada [...] la incorporación a la Unión supondrá la aceptación de políticas muy firmes de estabilidad [...] la exclusión [...] inicial situaría al país ante el probable rigor de los mercados o [...] ante una etapa de redoblada disciplina» [págs. 333-334].

Y en octubre, en el Aula Parlamentaria de la Junta General del Principado de Asturias, plantea la UEM como la lógica culminación del mercado interior y la respuesta adecuada a las inercias, rigideces e inflexibilidades que se habían dado en llamar la «euroesclerosis». Y sale al paso de las críticas que achacaban al proyecto de integración monetaria las dificultades e ineficiencias que se percibían en Europa.

«Los males que, a veces, se atribuyen al proceso de avance hacia la Unión Monetaria son, en realidad, males que afectan a las economías europeas con independencia de ese proceso y que éste se ha limitado a poner especialmente de relieve» [pág. 348].

Por el contrario, cuando se vislumbra el cumplimiento por parte de España de los objetivos de convergencia, Ángel Rojo, en una intervención en la Real Academia de Ciencias Morales y Políticas, no oculta su satisfacción ni el alcance que le atribuye a ese logro.

«La incorporación de España a la UME desde su inicio, en condiciones equilibradas y similares a las de los restantes países participantes, constituye un éxito para la política económica española y culmina un proceso de importancia histórica para nuestro país, que, por primera vez, se suma a un proyecto europeo sin retrasos, formando parte del núcleo fundador» [pág. 377].

La comparecencia ante la Comisión de Economía del Congreso en la primavera de 1998 con motivo de los informes de convergencia nominal de la Comisión Europea y del IME, del que era vicepresidente, que habrían de servir de base para la decisión del Consejo Europeo sobre los países que habían de formar la UEM, es especialmente elocuente. Subraya la gran trascendencia de los logros alcanzados en el proceso de integración europea y en la economía y la sociedad españolas, pero simultáneamente señala que la superación del examen de convergencia no debe hacer olvidar los grandes retos que había que afrontar. En particular insiste en que la convergencia en inflación era todavía incompleta y heterogénea, manteniéndose en algunos sectores diferenciales de inflación que, de permanecer, impedirían sostener la competitividad necesaria para asegurar el crecimiento de la producción y el empleo a medio y largo plazo.

«La sostenibilidad de la convergencia es crucial para mantener ritmos de crecimiento suficientes y creadores de empleo: en un contexto en el que no existirá autonomía alguna para la política monetaria nacional, no se podrán corregir las pérdidas de competitividad acumuladas mediante ajustes del tipo de cambio, y los márgenes de actuación en la política presupuestaria se verán seriamente limitados por las exigencias del Pacto de Estabilidad y Crecimiento» [págs. 353-354].

La comparecencia de diciembre de ese año, con motivo del inicio de la UEM, le sirvió para explicar cómo la trayectoria de objetivos de reducción de la inflación había desembocado en la aplicación en España de la política monetaria común y valorar las condiciones de nuestra integración y los requerimientos que se derivaban de ellas. Ángel Rojo consideraba que España se integraba en la Unión con una estabilidad adecuada y perspectivas de un crecimiento elevado. Sin embargo, pensaba que los riesgos de holgura monetaria otorgaban gran responsabilidad a los componentes de la política económica que se mantenían bajo soberanía nacional. Era imprescindible reducir el déficit público y avanzar en las reformas estructurales. La entrada en la UEM suponía nuevas oportunidades que solo podrían ser aprovechadas si los agentes económicos y sociales se comportaban de forma coherente con los requisitos de estabilidad de la pertenencia a la Unión Monetaria.

«Me gustaría subrayar, como ya he hecho otras veces, que nuestra pertenencia a la futura Unión Monetaria, más que una meta definitiva, supone el acceso a nuevas oportunidades para mejorar los niveles de vida y de bienestar del conjunto de la sociedad española. Ahora bien, estas oportunidades sólo podrán ser plenamente aprovechadas si el esfuerzo de consolidación fiscal se ciñe a las normas de equilibrio presupuestario establecidas en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento, si los mercados de bienes y servicios y el mercado de trabajo funcionan con mayor agilidad y eficiencia y si los agentes económicos y sociales adoptan pautas de comportamiento coherentes con la participación de la economía española en el área común de estabilidad monetaria» [pág. 387].

3.4 Sistema financiero y bancario

Como es lógico, los temas financieros ocupan un lugar muy destacado en gran parte de los discursos del Gobernador. Aunque no se ha hecho especial mención, los discursos de presentación de los Informes Anuales están estructurados en dos partes, dedicando la segunda de ellas a un tratamiento especial de los asuntos más relevantes en el desarrollo

de los mercados e instituciones financieras. En este bloque se ha recogido una selección de aquellos discursos que tienen una orientación monográfica hacia diferentes aspectos del sistema financiero.

En el discurso pronunciado ante la Asamblea General Ordinaria de la Confederación Española de Cajas de Ahorro de junio de 1993, Ángel Rojo se centró en las implicaciones que para las entidades españolas tuvo el nacimiento formal, ese año, del mercado común bancario. En él se desarrollan los cambios en la normativa prudencial de las entidades de crédito en cuanto a los coeficientes de solvencia, los límites a los grandes riesgos y a las participaciones en empresas no financieras, entre otros. No obstante, recuerda que existen aspectos importantes de los riesgos bancarios en el negocio financiero, como el riesgo de tipos de interés y el de liquidez, que no fueron abordados por la nueva regulación instaurada, por lo que estas materias quedaban bajo la responsabilidad de la gestión de las propias entidades de crédito.

En las XXI Jornadas de Mercado Monetario, el discurso se dedica a exponer los beneficios de la integración y los problemas derivados de la globalización financiera. Si bien la liberalización de los incrementos de capitales, en combinación con los avances tecnológicos y el proceso de institucionalización del ahorro, permitió notables ganancias de eficiencia, también se produjo un aumento de la sensibilidad de los mercados financieros nacionales respecto a los acontecimientos exteriores, que estaban teniendo una notable incidencia y que limitaban el margen de maniobra de todas las políticas económicas. A partir de este diagnóstico, Ángel Rojo aboga por un reforzamiento de la cooperación entre políticas y subraya la importancia de armonizar los criterios de supervisión de mercados e intermediarios financieros.

En la conferencia de clausura del seminario «La economía española en Europa y el mundo», de los Cursos de Verano de la Universidad Complutense en San Lorenzo de El Escorial, en julio de 1994, el Gobernador se adentra en uno de los temas más destacados en sus intervenciones públicas: la pérdida de autonomía de las autoridades nacionales como consecuencia inevitable de la globalización de los mercados financieros. En un análisis de los mercados financieros, hace hincapié en el cambio operado en el mundo respecto a aquel en el que se basaban las instituciones que se habían creado en Bretton Woods al finalizar la Segunda Guerra Mundial. La creciente integración internacional y la liberalización de los movimientos de capital habían dado lugar a una gran masa de capitales líquidos, altamente sensibles y móviles, que restringían la capacidad de actuación de las autoridades nacionales en el diseño de sus políticas macroeconómicas, como se había puesto de manifiesto en la crisis de la deuda en 1994. En principio, Ángel Rojo consideraba que esta pérdida de autonomía podía tener un efecto positivo, pues debería convencer a las autoridades de la necesidad de adoptar políticas dirigidas a la estabilidad a medio y largo plazo y que fueran sostenibles, aunque era consciente de que dicha orientación podía no ser suficiente, dada la ausencia de mecanismos adecuados para la coordinación internacional, lo que en la práctica suponía un serio problema para articular las respuestas necesarias en momentos de crisis y de inestabilidad de los mercados. Son ideas que Ángel Rojo ya había expresado en una de sus grandes conferencias sobre la articulación de las políticas nacionales con la arquitectura financiera internacional, que fue la que pronunció en 1982, cuando era director del Servicio de Estudios (por lo que no está recogida en este volumen), en la inauguración del Congreso Mundial de Economía celebrado en Madrid. En aquella conferencia Ángel Rojo pedía más libertad, más Adam Smith, en la organización de las economías nacionales, pero más institucionalización de la gobernanza, más Keynes, en el orden económico mundial. Dos citas de la conferencia en El Escorial ofrecen una síntesis muy completa:

«La ausencia de mecanismos adecuados para la cooperación económica internacional es un problema de primera magnitud que tiende a agravarse ante la pérdida de independencia de las políticas económicas nacionales frente a unos mercados financieros más proclives a la volatilidad» [pág. 426].

«A falta de la deseable cooperación, los gobiernos sensatos deberán trabajar con y no contra los mercados; deberán no incurrir en [...] restricciones o elementos de costes [...] para moderar los movimientos de capital [...] y deberán procurar el reforzamiento cooperativo de la supervisión de riesgos en un mundo financiero cuya complejidad es muy superior a la prevista por los hombres que diseñaron las instituciones de Bretton Woods» [pág. 426].

En otra conferencia dedicada al mismo tema en la Academia de Ciencias Políticas y Morales, abordó los problemas derivados de la carencia de una gobernanza económica internacional a la altura del desarrollo de los mercados a la luz de los acontecimientos de la crisis mejicana de principios de 1995, que fue calificada por algunos como la primera crisis financiera en un mercado financiero globalizado. Una sola frase refleja muy bien el sabor de esta conferencia:

«La idea de los mercados como jueces supremos y certeros de la evolución de los países hay que someterla a reservas considerables» [pág. 435].

En su investidura como doctor «honoris causa» por la Universidad de Alcalá, en mayo de 1995, entró con más profundidad en algunas de las fórmulas ensayadas en la crisis financiera entonces reciente para amortiguar su impacto potencial sobre la economía mundial. Valoraba positivamente los esfuerzos realizados para mejorar la información proporcionada por los organismos internacionales a los mercados, aunque pensaba que ello no sería suficiente para impedir que éstos siguieran incurriendo en excesos. La eficacia de las propuestas que pretenden «echar arena en los engranajes de las finanzas internacionales» con el fin de reducir el margen de maniobra de las operaciones especulativas no puede prolongarse más allá de un período muy corto de tiempo. Su conferencia concluye reconociendo las enormes dificultades para conjurar los riesgos derivados de la liberalización y de la globalización de los mercados financieros sin dañar las importantes ventajas que éstas proporcionan. Especial valor tiene la alerta que ya en 1995 lanzó sobre los espejismos que favorecen la titulización y la desintermediación.

«La proliferación de instrumentos y mercados que permiten a los agentes desplazar riesgos no implica una reducción del grado total de riesgos contenido en el sistema. Los procesos de titulización y de desintermediación pueden afectar negativamente [...] debilitar la función evaluadora de riesgos [...] y conducir [...] a una degradación de los riesgos en el conjunto del sistema» [pág. 441].

Dentro del capítulo de discursos y conferencias dedicado a temas relacionados con el sistema financiero y bancario, merecen una atención especial dos extensas disertaciones del Gobernador sobre la intervención de Banesto por el Banco de España, que fue el acontecimiento más relevante y con mayor trascendencia de la gestión de Ángel Rojo como máximo responsable de la supervisión bancaria, y, sin duda, la actuación que mayores sinsabores y costes personales le produjo. La primera fue la comparecencia del Gobernador,

junto con el ministro de Economía y Hacienda, ante la Comisión de Economía del Congreso el día 30 de diciembre de 1993, es decir, solo dos días después de la intervención del Banco; y la segunda, pasados unos meses, en San Sebastián, en el marco de una Conferencia Internacional de Economía Industrial y Finanzas organizada por el CEPR y la Fundación BBV.

En la comparecencia ante la Comisión de Economía, el Gobernador explica de manera exhaustiva, en un ejercicio de transparencia y de dación de cuentas poco frecuente en la conducta de las autoridades supervisoras, las detalladas razones que llevaron a la intervención del cuarto banco del país y a la sustitución de sus administradores.

Según el diagnóstico del Banco de España, el origen de los problemas de Banesto estaba en la política de fuerte expansión crediticia seguida durante el período 1988-1991, que apenas se vio frenada cuando ya existían síntomas claros de recesión en la economía española, lo que dio lugar a un gran aumento de la morosidad que, sin embargo, tardó en aflorar por los problemas de gestión y control interno de Banesto, que debilitaron y obstaculizaron la labor de los inspectores del Banco de España. Como resultado de todo ello las provisiones de la entidad resultaban insuficientes, lo que motivó que el Banco de España requiriera a la entidad un plan de actuación que le permitiera enderezar por sí misma la situación. La intervención se produjo, sentencia Ángel Rojo, cuando el Banco de España detectó con precisión la persistencia de unos problemas muy graves que podían acabar teniendo efectos negativos sobre el conjunto del sistema financiero. Cuando se llegó a este juicio, se actuó con rapidez y contundencia. A este respecto afirma:

«A una entidad supervisora siempre tiende a criticársele su intervención en la crisis de un banco, o bien porque ha intervenido demasiado pronto, sin dar ocasión a que el banco buscase por sí solo su solución y saneamiento, o bien porque ha intervenido demasiado tarde poniendo en peligro el sistema. A esto me permitiría decir [...] que la autoridad supervisora está en la obligación [...] por razones de seguridad jurídica, a cargarse de razón antes de proceder contra una entidad en dificultades.

Por otro lado, hay que decir que cuando la entidad supervisora cree haber detectado con precisión unos problemas muy graves en una entidad, cuya persistencia puede acabar teniendo efectos negativos sobre el sistema financiero en su conjunto, está obligada a actuar con rapidez y con contundencia» [págs. 456-457].

Unos meses después, en San Sebastián, ya más distante de la intervención, construye una reflexión más elaborada sobre los distintos elementos de juicio que han de ser tenidos en cuenta cuando se hace necesario intervenir una entidad para preservar la estabilidad del sistema. Ante la pérdida de prácticamente todo su capital y sus reservas, la intervención se justificaba no solo por lo establecido en la regulación prudencial entonces vigente sino también por la necesidad de evitar el contagio y proteger al sistema bancario español en su conjunto.

El Gobernador, además de exponer los datos y los hechos que explicaban lo sucedido, trató de argumentar la decisión adoptada como resultado del equilibrio que siempre han de guardar los supervisores entre el objetivo de preservar la solvencia del sistema bancario y el coste de alcanzar dicha pretensión. Y tiene un gran interés en señalar que los supervisores han de procurar sus objetivos siendo muy cuidadosos para no

invadir las competencias que corresponden al ámbito interno de la gestión de cada entidad. Ángel Rojo recuerda que la Ley de Disciplina e Intervención solo permitía al supervisor la intervención o la sustitución provisional de los órganos de administración en casos extremos. Subraya que el control de la gestión corresponde a los órganos rectores de cada entidad. Y a este respecto indica:

«...es preciso que los órganos rectores de la entidad dispongan de una información adecuada, basada en un reforzamiento de los controles internos y en un conocimiento puntual por el consejo de las observaciones, los requerimientos y los informes enviados por el supervisor. Los consejos han de ser conscientes de que tienen una responsabilidad insoslayable en la vigilancia y control de la gestión, basada en la información adecuada» [pág. 472].

Y finalmente aprovecha para expresar su punto de vista sobre la superioridad del modelo que atribuye a los bancos centrales la función de supervisión bancaria:

«Debo manifestarles que yo soy partidario de que la supervisión de las instituciones de crédito esté en manos de los bancos centrales. Ustedes podrán pensar: ¡ya lo suponíamos! Pero también habrán de reconocer que, después de nuestra experiencia de los últimos meses, hace falta tener unas convicciones bastante profundas sobre el tema para seguir manteniendo mi posición»

[...]

«Entiendo, en resumen, que la supervisión bancaria debe estar básicamente en manos del banco central; que la supervisión óptima debe aceptar límites, más allá de los cuales puede generar costes superiores a los beneficios que pretende alcanzar; que esa supervisión limitada es compatible con la crisis de entidades individuales y que esa compatibilidad es saludable para el sistema, pero que es necesario disponer de redes sólidas de seguridad que limiten o impidan los riesgos de contagio al conjunto del sistema; que la vigilancia en el cumplimiento de un conjunto de coeficientes prudenciales es importante, pero insuficiente, y ha de ser complementada por una labor inspectora continua, con frecuentes inspecciones in situ; y, en fin, que, siendo la gestión deficiente el elemento clave habitual en las crisis bancarias, corresponde, en primer lugar, a los órganos de la entidad —Consejo y Junta de Accionistas— la responsabilidad de asegurarse de que cuentan con los controles internos y con la información necesaria para vigilar la gestión de los administradores y sustituirlos cuando aún es tiempo de hacerlo» [págs. 472-473].

3.5 Pensamiento económico

En una última sección se han agrupado un conjunto de conferencias o discursos de mayor contenido doctrinal en los que Ángel Rojo aborda cuestiones centrales de la evolución del pensamiento macroeconómico en estrecha relación con las transformaciones tecnológicas, económicas y sociales que las economías estaban experimentando de manera contemporánea. Estos discursos beben, de forma más o menos directa, de su producción más académica en formato de libros y artículos que había ido desarrollando a lo largo de

toda su vida profesional y que no están incluidos en este volumen. Al abordar estos temas en forma de conferencia o discurso, el Gobernador refuerza el tono pedagógico de su análisis y se esfuerza en una importante labor de persuasión hacia los gestores de las políticas económicas y los propios agentes económicos y sociales.

En una conferencia pronunciada en 1994 con motivo del cincuenta aniversario de la Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales de la Universidad Complutense de Madrid, su facultad, analiza las líneas básicas de la evolución del pensamiento macroeconómico desde finales de la Segunda Guerra Mundial, no como la narración de un mero proceso de avance intelectual, sino en estrecha relación con los cambios tecnológicos e institucionales. Desde esta perspectiva revisa la evolución de la llamada síntesis neoclásica hasta la incorporación del avance de las nuevas tecnologías y de la globalización, y presta especial atención a las consecuencias que tuvieron para el diseño y aplicación de las políticas económicas las aportaciones de la teoría de las expectativas racionales y el enfoque del nuevo monetarismo. Para Ángel Rojo esta evolución del pensamiento macroeconómico no fue tanto el fruto de los cambios ideológicos que se produjeron como sobre todo de la reflexión sobre las experiencias fallidas basadas en modelos analíticos que no tenían en cuenta la capacidad anticipatoria de los agentes.

La cuestión de la sostenibilidad del Estado de Bienestar en las nuevas circunstancias generadas por el cambio tecnológico y la globalización, y ante los requerimientos derivados de la integración europea, es motivo de frecuentes reflexiones en los discursos de Ángel Rojo como Gobernador, aunque fuese un tema no directamente relacionado con las responsabilidades del Banco de España, que, no obstante, ya habría tratado con mucha profusión cuando era director del Servicio de Estudios. En julio de 1996 pronunció una conferencia en los cursos de San Lorenzo de El Escorial con el título de «El futuro del Estado de Bienestar». En ella cuestiona la posibilidad de mantener intactos los supuestos del Estado de Bienestar tal y como se había desarrollado en el modelo de capitalismo corporativo y revisa los ajustes que se habían tenido que introducir para soslayar las restricciones que obstaculizaban la creación de empleo y la protección social efectiva. Subraya el contraste entre el modelo americano, basado en un alto dinamismo del empleo pero con acusadas diferencias de renta, y el modelo europeo, en el que la mayor igualdad se ve contrapesada por la rémora de un desempleo más alto y persistente. La principal conclusión de su análisis es que la estabilidad monetaria, financiera y presupuestaria es, en el mundo actual, una premisa insoslayable para el sostenimiento del Estado de Bienestar y se emplea a fondo contra la falsa idea de que el desarrollo del Estado de Bienestar se pueda construir mediante el fácil recurso a la relajación presupuestaria y el aumento del endeudamiento público:

«Si se pretende transferir lo que no se ha obtenido, existe un desequilibrio entre ingresos y gastos públicos y se genera una falsa ilusión redistributiva, que acaba frustrando los objetivos de la misma. Ésa es la falacia en la que se incurre cuando se pretende financiar transferencias reales y permanentes de recursos incurriendo en déficit públicos persistentes» [pág. 504].

La necesidad de adaptar los esquemas institucionales a los grandes cambios que se estaban operando en la economía mundial fue abordada en un acto de clausura de los Cursos de Verano de la Universidad Internacional Menéndez y Pelayo. Entonces puso el énfasis en las consecuencias de una economía mundial altamente competitiva e internacionalizada que obliga a las empresas a tener una visión más amplia de sus negocios,

a preocuparse más de la obtención de beneficios y de las reducciones de costes y a adoptar innovaciones tecnológicas sesgadas, con frecuencia, en contra del trabajo de menor capacitación. A su vez los gobiernos estarán sometidos a la presión de unos mercados financieros que les exigen estabilidad para conservar su confianza y un marco atractivo de regulaciones económicas. Los marcos institucionales de bienestar deberán ser repensados de nuevo para asegurarse que no generan obstáculos a las adaptaciones ni cargas insostenibles a las economías. Y algunas advertencias son muy claras:

«La respuesta a los problemas actuales tampoco puede estar, sin embargo, en el mantenimiento de los pesados sistemas de bienestar social existentes en la generalidad de la Europa continental» [pág. 519].

«Lo peor que pueden hacer los países es ignorar los factores de transformación que tenemos ante nosotros y tratar de evitar las adaptaciones requeridas por las vías de las subvenciones sectoriales y el proteccionismo» [pág. 521].

Por último, también se ha insertado en este bloque una conferencia pronunciada en l'Institut d'Études Bancaires et Financières sobre la transformación económica de España desde el inicio de la democracia, que, aunque bascula, sobre todo, en torno a la entrada en la UEM contiene una reflexión más amplia y profunda sobre los requisitos de política económica para consolidar los importantes avances que se estaban logrando en España en materia de bienestar al hilo de las ganancias de estabilidad conseguidas con la convergencia y la entrada en la UEM.

El Gobernador subraya que para España la incorporación a la Comunidad no fue un simple proyecto económico o político coyuntural, sino la expresión central del deseo de los españoles de incorporarse a Europa tras los cuarenta años de aislamiento franquista —una reincorporación a la que fiaba la modernización del país—. Reconoce que el compromiso de integración en la UEM comporta un importante esfuerzo en disciplina ante los gravísimos costes que tendría su fracaso. Y concluye:

«España atribuye, en definitiva, la mayor importancia a la creación de la Unión Monetaria y a su incorporación a la misma. Al mismo tiempo, España es plenamente consciente de los riesgos del proyecto si no aparece rodeado de las necesarias garantías de estabilidad» [pág. 532].

No podemos decir que no estábamos avisados.

BIBLIOGRAFÍA

- BANCO DE ESPAÑA (1997a). *La política monetaria y la inflación en España*. Madrid. Alianza Editorial.
- (1997b). *La Unión Monetaria Europea: cuestiones fundamentales*.
- LUCAS, R. E. (1976). «Econometric Policy Evaluation; A Critique», Karl Brunner y Allan H. Meltzer, (eds.), en *The Phillips Curve and Labor Markets*, Amsterdam, North Holland.
- MARTIN ACENA, P. (2000). *El Servicio de Estudios del Banco de España, 1930-2000*, Madrid, Banco de España.
- MODIGLIANI, F. y T., PADOA-SCHIOPPA (1978). «The management of an open economy with “100% plus” wage indexation», *Essays in International finance*, n.º 130, Princeton, N.J: Princeton University.
- PÉREZ, J. y L. A., ROJO (1977). *La política monetaria en España: objetivos e instrumentos*. Banco de España, Estudios Económicos n.º 10.
- ROJO, L. A. (1971). *El nuevo monetarismo*. Ministerio de Hacienda, Instituto de Estudios Fiscales.
- (1981). «Desempleo y factores reales», *Papeles de Economía Española*, n.º 8, (pp. 124-136).
- (2004). *Ensayos de economía y pensamiento económico*. Universidad de Alicante, (pp. 129-130).

PUBLICACIONES DEL BANCO DE ESPAÑA

DOCUMENTOS OCASIONALES

- 0501 JOSÉ RAMÓN MARTÍNEZ-RESANO: Size and heterogeneity matter. A microstructure-based analysis of regulation of secondary markets for government bonds.
- 0502 ALICIA GARCÍA-HERRERO, SERGIO GAVILÁ Y DANIEL SANTABÁRBARA: China's banking reform: an assessment of its evolution and possible impact.
- 0503 ANA BUISÁN, DAVID LEARMONTH Y MARÍA SEBASTIÁ BARRIEL: An industry approach to understanding export performance: stylised facts and empirical estimation.
- 0504 ANA BUISÁN Y FERNANDO RESTOY: Cross-country macroeconometric heterogeneity in EMU.
- 0505 JOSÉ LUIS MALO DE MOLINA: Una larga fase de expansión de la economía española.
- 0506 VÍCTOR GARCÍA-VAQUERO Y JORGE MARTÍNEZ: Fiscalidad de la vivienda en España.
- 0507 JAIME CARUANA: Monetary policy, financial stability and asset prices.
- 0601 JUAN F. JIMENO, JUAN A. ROJAS Y SERGIO PUENTE: Modelling the impact of aging on Social Security expenditures.
- 0602 PABLO MARTÍN-ACEÑA: El Banco de Francia, el BPI y la creación del Servicio de Estudios del Banco de España a principios de la década de 1930. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 0603 CRISTINA BARCELÓ: Imputation of the 2002 wave of the Spanish Survey of Household Finances (EFF).
- 0604 RAFAEL GÓMEZ Y PABLO HERNÁNDEZ DE COS: The importance of being mature: The effect of demographic maturation on global per-capita income.
- 0605 JUAN RUIZ Y JOSEP VILARRUBIA: Canales de reciclaje internacional de los petrodólares. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 0606 ALICIA GARCÍA-HERRERO Y SERGIO GAVILÁ: Posible impacto de Basilea II en los países emergentes.
- 0607 ESTHER GORDO, JAVIER JAREÑO Y ALBERTO URTASUN: Radiografía del sector de servicios en España.
- 0608 JUAN AYUSO, ROBERTO BLANCO Y FERNANDO RESTOY: House prices and real interest rates in Spain.
- 0701 JOSÉ LUIS MALO DE MOLINA: Los principales rasgos y experiencias de la integración de la economía española en la UEM.
- 0702 ISABEL ARGIMÓN, FRANCISCO DE CASTRO Y ÁNGEL LUIS GÓMEZ: Una simulación de los efectos de la reforma del IRPF sobre la carga impositiva.
- 0703 YENER ALTUNBAS, ALPER KARA Y ADRIAN VAN RIXTEL: Corporate governance and corporate ownership: The investment behaviour of Japanese institutional investors.
- 0704 ARTURO MACÍAS Y ÁLVARO NASH: Efectos de valoración en la posición de inversión internacional de España.
- 0705 JUAN ÁNGEL GARCÍA Y ADRIAN VAN RIXTEL: Inflation-linked bonds from a central bank perspective.
- 0706 JAVIER JAREÑO: Las encuestas de opinión en el análisis coyuntural de la economía española.
- 0801 MARÍA J. NIETO Y GARRY J. SCHINASI: EU framework for safeguarding financial stability: towards an analytical benchmark for assessing its effectiveness.
- 0802 SILVIA IRANZO: Introducción al riesgo-país. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 0803 OLYMPIA BOVER: The Spanish survey of household finances (EFF): Description and methods of the 2005 wave.
- 0804 JAVIER DÍAZ-CASSOU, AITOR ERCE-DOMÍNGUEZ Y JUAN J. VÁZQUEZ-ZAMORA: Recent episodes of sovereign debt restructurings. A case-study approach.
- 0805 JAVIER DÍAZ-CASSOU, AITOR ERCE-DOMÍNGUEZ Y JUAN J. VÁZQUEZ-ZAMORA: The role of the IMF in recent sovereign debt restructurings: Implications for the policy of lending into arrears.
- 0806 MIGUEL DE LAS CASAS Y XAVIER SERRA: Simplification of IMF lending. Why not just one flexible credit facility?
- 0807 MIGUEL GARCÍA-POSADA Y JOSEP M.ª VILARRUBIA: Mapa de exposición internacional de la economía española.
- 0808 SARAI CRIADO Y ADRIAN VAN RIXTEL: La financiación estructurada y las turbulencias financieras de 2007-2008: Introducción general. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 0809 FRANCISCO DE CASTRO Y JOSÉ M. GONZÁLEZ-MÍNGUEZ: La composición de las finanzas públicas y el crecimiento a largo plazo: Un enfoque macroeconómico.
- 0810 OLYMPIA BOVER: Dinámica de la renta y la riqueza de las familias españolas: resultados del panel de la Encuesta Financiera de las Familias (EFF) 2002-2005. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 0901 ÁNGEL ESTRADA, JUAN F. JIMENO Y JOSÉ LUIS MALO DE MOLINA: La economía española en la UEM: Los diez primeros años. (Existe una versión en inglés con el mismo número).

- 0902 ÁNGEL ESTRADA Y PABLO HERNÁNDEZ DE COS: El precio del petróleo y su efecto sobre el producto potencial. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 0903 PALOMA LÓPEZ-GARCÍA, SERGIO PUENTE Y ÁNGEL LUIS GÓMEZ: Employment generation by small firms in Spain.
- 0904 LUIS J. ÁLVAREZ, SAMUEL HURTADO, ISABEL SÁNCHEZ Y CARLOS THOMAS: The impact of oil price changes on Spanish and euro area consumer price inflation.
- 0905 CORAL GARCÍA, ESTHER GORDO, JAIME MARTÍNEZ-MARTÍN Y PATROCINIO TELLO: Una actualización de las funciones de exportación e importación de la economía española.
- 1001 L. J. ÁLVAREZ, G. BULLIGAN, A. CABRERO, L. FERRARA Y H. STAHL: Housing cycles in the major euro area countries.
- 1002 SONSOLES GALLEGO, SÁNDOR GARDÓ, REINER MARTIN, LUIS MOLINA Y JOSÉ MARÍA SERENA: The impact of the global economic and financial crisis on Central Eastern and SouthEastern Europe (CESEE) and Latin America.
- 1101 LUIS ORGAZ, LUIS MOLINA Y CARMEN CARRASCO: El creciente peso de las economías emergentes en la economía y gobernanza mundiales. Los países BRIC.
- 1102 KLAUS SCHMIDT-HEBBEL: Los bancos centrales en América Latina: cambios, logros y desafíos.
- 1103 OLYMPIA BOVER: The Spanish Survey of Household Finances (EFF): description and methods of the 2008 wave.
- 1104 PABLO HERNÁNDEZ DE COS, MARIO IZQUIERDO Y ALBERTO URTASUN: Una estimación del crecimiento potencial de la economía española. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 1105 ENRIQUE ALBEROLA, CARLOS TRUCHARTE AND JUAN LUIS VEGA: Central banks and macroprudential policy. Some reflections from the Spanish experience.
- 1106 SAMUEL HURTADO, ELENA FERNÁNDEZ, EVA ORTEGA Y ALBERTO URTASUN: Nueva actualización del modelo trimestral del Banco de España.
- 1107 PABLO HERNÁNDEZ DE COS Y ENRIQUE MORAL-BENITO: Eficiencia y regulación en el gasto sanitario en los países de la OCDE. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 1201 ELOÍSA ORTEGA Y JUAN PEÑALOSA: Claves de la crisis económica española y retos para crecer en la UEM. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 1202 MARÍA J. NIETO: What role, if any, can market discipline play in supporting macroprudential policy?
- 1203 CONCHA ARTOLA Y ENRIQUE GALÁN: Las huellas del futuro están en la web: construcción de indicadores adelantados a partir de las búsquedas en Internet. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 1204 JOSÉ LUIS MALO DE MOLINA: Luis Ángel Rojo en el Banco de España.