

**21 de febrero de 2012**

**Discurso de apertura de la conferencia en memoria de  
Luis Ángel Rojo**

Miguel Fernández Ordóñez  
Gobernador

---

Buenos días a todos y muchas gracias por haber aceptado nuestra invitación a participar en esta Conferencia en memoria de Ángel Rojo. Es un privilegio que hubiera preferido no ejercer nunca, el de presidir este acto de homenaje del Banco de España al que Ángel Rojo dedicó gran parte de su gran valía humana y profesional, y en el que desarrolló gran parte de sus contribuciones analíticas e intelectuales. Fue en esta institución donde pudo materializar sus aspiraciones de trasladar el pensamiento macroeconómico al diseño y aplicación de las políticas económicas, incrementando la reputación del propio Banco y sin duda contribuyendo a la mejora del bienestar de los españoles.

El Banco de España ha querido que este homenaje revista la solemnidad que merece el importante papel que Ángel Rojo desempeñó en esta institución y que estuviera a la altura de su profunda huella y del valioso legado que nos dejó y que todos sus seguidores nos hemos esforzado en preservar. Afortunadamente para las generaciones futuras, las líneas principales de su pensamiento como Gobernador se plasmaron en numerosos textos escritos de conferencias y discursos que tuvieron un gran impacto en la sociedad española y en el debate de política económica en una etapa de singular importancia para la modernización de nuestra economía. Nos pareció que una primera manera de rendirle homenaje era editar un libro con una amplia selección de esos textos. Cuando lo lean, podrán comprobar que muchos de los temas que abordó a lo largo de los años de su mandato, entre 1992 y 2000, tienen plena vigencia en el debate económico que nos ocupa estos días.

Junto con la publicación de ese libro, decidimos organizar esta Conferencia como un acto de homenaje que se articula en torno a la discusión de los grandes temas que centraron el pensamiento económico de Ángel Rojo y que cuenta con la participación de un selecto grupo de ponentes que tienen como denominador común, además de su destacado nivel profesional, haber compartido con él inquietudes y experiencias en distintos momentos de su vida y en sus diversos ámbitos de actividad: académico o institucional, doméstico o internacional. La Conferencia se estructura en cuatro sesiones que giran sobre temas que, en

buena parte, reflejan los principales campos en los que se desarrollaron la principal labor académica y las mejores contribuciones a la política económica que hizo Ángel Rojo. La primera de ellas versa sobre la política monetaria y la fiscal; la segunda, sobre los retos de la integración europea; las dos últimas girarán en torno a la economía española y al papel que desempeñó Luis Ángel Rojo en el diseño de la política económica de este país.

El principal logro de Ángel Rojo como gobernador fue su contribución a la entrada en el euro de España como país fundador. Permítanme que por mi parte contribuya a este Homenaje a la memoria de Ángel Rojo dedicando la apertura de esta Conferencia a compartir con ustedes algunas reflexiones sobre la difícil y compleja situación por la que atraviesa ahora la UEM, sobre las lecciones de política económica que debemos extraer y sobre algunas de las acciones emprendidas y pendientes que muestran, eso creo yo, que algo estamos aprendiendo.

Todos somos conscientes de que vivimos tiempos críticos para la integración europea, muy distintos de los diez primeros años del euro, en los que la moneda única proporcionó a todos sus Estados miembros un plus de estabilidad y una defensa frente a todo tipo de perturbaciones. Hoy nos enfrentamos a una crisis de gran alcance, una situación en la que echamos en falta la calidad y el rigor analítico de figuras como Ángel Rojo para poder calibrar correctamente las acciones de política económica necesarias para salir de la misma.

Las causas que han llevado a esta situación son diversas, pero, en un ejercicio de simplificación que sabrán disculparme, pueden agruparse en dos grandes bloques. Por un lado, una falta de comprensión por parte de los propios Estados miembros de las implicaciones de pertenecer a una unión monetaria, que se tradujo en la adopción de políticas económicas nacionales inconsistentes con el marco adoptado en 1999. Por otro, una serie de debilidades en la estructura de la gobernanza europea que se han ido poniendo de manifiesto de manera progresiva a medida que la crisis ha ido haciéndose más extensa y profunda.

El diagnóstico sobre el papel relativo que han desempeñado las distintas políticas económicas nacionales en el desarrollo de la crisis del Euro está sujeto todavía a cierta controversia. Pero parece razonable aceptar que la falta de disciplina fiscal ha sido un factor central, dado el protagonismo que los mercados de deuda han tenido en la génesis y en la transmisión de las tensiones. Como hemos comprobado, las reglas de disciplina fiscal del Pacto por la Estabilidad y el Crecimiento resultaron insuficientes para garantizar el rigor presupuestario necesario para el normal funcionamiento de una unión monetaria sin unión fiscal y permitieron un excesivo grado de discrecionalidad en la acción de los Gobiernos. De este modo, durante los años de expansión no se adoptaron las medidas fiscales que habrían permitido afrontar la crisis con un mayor margen de maniobra.

La crisis también ha puesto de manifiesto la interrelación que, en momentos de tensión, surge entre los tres vértices del triángulo que forman el riesgo soberano, el riesgo bancario y la fragilidad económica que resulta de la acumulación de desequilibrios macroeconómicos. Una vez se activa uno de ellos, existe un grave peligro de que se pongan en marcha procesos de retroalimentación mutua que no hagan sino agravar y profundizar la crisis. Desde esta perspectiva, las tensiones actuales son deudoras también del exceso de complacencia con el que se contemplaron los elevados niveles de endeudamiento privado que se acumularon en diversos países durante los años de expansión económica y que, ausente el contrapeso de unas políticas fiscales suficientemente estrictas, terminaron reflejándose en una sucesión de abultados saldos deficitarios por cuenta corriente.

El origen de estos desequilibrios no es ajeno a las asimetrías que prevalecieron en los primeros años de funcionamiento del euro. En esos años, Alemania, la principal economía del área, se encontraba en plena digestión de los cambios estructurales ocasionados por la reunificación y la política de desinflación salarial en que fundamentó su ajuste competitivo. Junto con algunas incertidumbres surgidas acerca de la sostenibilidad de su estado de bienestar, esto suscitó un clima de pérdida de confianza que propició una notable atonía del gasto. En cambio, en otras economías del área la reducción de los costes de financiación y

las favorables expectativas de crecimiento generadas tras la introducción del euro desataron un clima de euforia que se tradujo en una fuerte y larga expansión de la demanda y el gasto.

Arrastrados por el clima de bonanza económica, abundaron entonces las interpretaciones complacientes que restaban trascendencia a estas tendencias. Los elevados niveles de endeudamiento frente al exterior se percibían como la contrapartida natural al proceso de convergencia que se había desencadenado tras la entrada en la UEM. Se intentaba probar que esta interpretación benévola era la correcta, apoyándose en el hecho de que las decisiones de gasto eran extremadamente fáciles de financiar en el clima de exuberancia en el que se desenvolvían entonces los mercados financieros no solo europeos sino globales. En ese contexto, la mejora adicional en las posibilidades de financiación que brindaba la pertenencia a la unión monetaria como consecuencia de la desaparición del riesgo de cambio permitió financiar sin dificultades los desequilibrios exteriores. Lamentablemente, hoy sabemos que la afluencia de capital hacia estas economías, lejos de financiar proyectos de inversión susceptibles de generar en el futuro los rendimientos que habrían permitido reembolsar los préstamos sin dificultades, se orientó en buena medida a financiar componentes de gasto que no han aumentado suficientemente el potencial productivo de las economías.

La relativa pasividad que mostraron todos los actores económicos ante la acumulación de los desequilibrios se explica también por un exceso de confianza en la potencia de los mecanismos de ajuste que se suponían intrínsecos al propio funcionamiento del euro. Se suponía, por ejemplo, que los aumentos de precios y salarios relativos y las alteraciones en las posiciones competitivas, inducidas por los excesos de demanda y de gasto en aquellos países con síntomas de recalentamiento, deberían provocar los ajustes necesarios para reconducir la demanda hacia una senda más sostenible y para corregir las diferencias de competitividad.

Hoy tenemos pruebas de que la eficacia de este canal de ajuste depende de la flexibilidad de los procesos de determinación de precios y salarios.

Lamentablemente, durante los años de expansión no se avanzó prácticamente nada en la eliminación de las fricciones y las rigideces estructurales que distorsionan el funcionamiento de los mercados de trabajo y de productos en numerosos países. Esta falta de ambición en el proceso de reformas estructurales ha inhibido el funcionamiento de este canal de ajuste, permitiendo que las divergencias de competitividad no se corrigieran con prontitud.

También se suponía que la disciplina de los mercados financieros contribuiría a corregir los desequilibrios, ya que, sobre la base de una correcta evaluación de los riesgos, deberían haber penalizado a aquellos prestatarios, públicos o privados, que estaban acumulando deudas en exceso. Pero hoy sabemos que la primera década de política monetaria única coincidió con un periodo de exceso de liquidez y de crédito a nivel mundial, de infravaloración generalizada del riesgo y de una generalizada laxitud de las autoridades reguladoras que se fiaron de la autorregulación de los propios mercados y los intermediarios financieros, lo que ha probado ser un error muy grave. En este clima, los mercados financieros no ejercieron una disciplina efectiva sobre las economías que se excedieron en el endeudamiento, y cuyos prestatarios se beneficiaron de primas de riesgo similares a las que disfrutaban los de otras economías con crecimientos de deuda más sostenibles.

Con todo, ni la falta de reacción de las políticas económicas, ni la laxitud de la regulación, ni la inoperancia de los mecanismos de ajuste automáticos, bastan para explicar la virulencia que ha adquirido la crisis, ni mucho menos la dimensión sistémica alcanzada en los meses recientes, en los que se ha producido la extensión de los problemas a países del euro que cuentan con sólidos fundamentos económicos.

Hoy todo el mundo acepta que la lentitud en la solución de la crisis e incluso su agravamiento, se debe también a que el entramado institucional con el que se dotó la Unión Económica y Monetaria carecía de los instrumentos adecuados para identificar, prevenir y, llegado el caso, forzar la corrección de los desequilibrios que pudieran surgir en las economías de los Estados miembros. Entonces, la preocupación por la potencia desestabilizadora de los desequilibrios

fiscales dentro de la Unión Económica y Monetaria llevó a que el Tratado de Maastricht contemplara un procedimiento formal de vigilancia de la disciplina presupuestaria, el Pacto de Estabilidad y Crecimiento, con límites o niveles de referencia para el déficit público y para la deuda pública que, como hemos comprobado, se han mostrado absolutamente insuficientes. En cuanto a las demás políticas económicas, quedaron sujetas a procedimientos de supervisión aún mucho más laxos, con resultados nulos en cuanto a reconducir otros desequilibrios.

La lista de debilidades estructurales del marco de gobernanza del área resultaría incompleta sin mencionar que tampoco se diseñó ningún mecanismo de gestión de crisis capaz de articular una respuesta rápida y contundente en las fases iniciales de las tensiones, previniendo así que los problemas se dilaten y se vuelvan intratables.

Estos fallos del diseño original de la Unión Monetaria han ido jugando un papel cada vez más importante conforme la crisis ha ido avanzando. En estos momentos, los inversores han adquirido conciencia plena de la especial fragilidad de los mercados de deuda soberana de los países del área del euro, que los diferencia de manera sustantiva de los mercados de deuda de otros estados desarrollados que cuentan con una divisa y un banco central propios. Me refiero, naturalmente, al hecho de que en la UEM se combinan un único banco central y una única moneda con 17 Estados independientes y, por tanto, 17 riesgos soberanos diferentes.

En estas condiciones, los mecanismos bien conocidos con los que cuentan los países con soberanía monetaria para contrarrestar eventuales problemas de liquidez en sus mercados nacionales de deuda soberana resultan bloqueados por el hecho de que las actuaciones necesarias conllevarían un elemento de transferencia de rentas entre Estados que el entramado institucional del área no sólo no contempla, sino que incluso se supone que se debe evitar. Esta limitación abre la puerta a escenarios caracterizados por la existencia de dinámicas de expectativas que tienden a autocumplirse y que conducen a desenlaces desfavorables en los que la financiación desaparece de manera súbita y el país

afectado podría verse abocado a declarar el impago de sus deudas, independientemente de la solidez de sus fundamentos económicos.

Los gobernantes de los países del euro llevan consumidos casi dos años intentando construir algún mecanismo de aseguramiento mutuo que desempeñe un papel estabilizador de los mercados, sin haberlo conseguido todavía.

Mientras esperamos que lo consigan, una parte desproporcionada de la tarea de defender la estabilidad de la zona del euro ha recaído sobre el Banco Central Europeo. Desde el estallido de la crisis de la deuda soberana, en el Consejo de Gobierno del BCE hemos adoptado numerosas medidas de carácter no convencional para restaurar el funcionamiento de determinados segmentos de los mercados financieros que han resultado cruciales para normalizar algo el funcionamiento del mecanismo de transmisión de la política monetaria, como son los mercados monetarios y los de deuda pública.

El BCE adoptó en una fase temprana de la crisis una política generosa de provisión de liquidez a las entidades, que se ha ido materializando a lo largo de estos años en medidas de gran alcance. Por ejemplo, el cambio a un sistema de adjudicación plena de todas las demandas de fondos líquidos cursadas por las entidades; la ampliación de la gama de activos admitidos como garantía de esos fondos, precisamente para prevenir eventuales cuellos de botella en este terreno que pudieran terminar haciendo inoperante ese sistema de adjudicación plena; y una ampliación de los plazos máximos a los que se concede la liquidez, que en la reciente decisión de diciembre han pasado a situarse en tres años, un horizonte que trasciende claramente los que, en tiempos normales, deben servir de referencia para el ejercicio de la política monetaria.

El Programa del Mercado de Valores para la compra de activos en los mercados secundarios está desempeñando también un papel importante en la restauración del normal funcionamiento de los mercados de deuda soberana aunque las causas últimas de las tensiones existentes radican en problemas de fondo para cuya solución poco o nada puede hacer la autoridad monetaria.



Estas políticas responden a la necesidad de preservar el correcto funcionamiento del mecanismo de transmisión de la política monetaria, sin el cual el Eurosistema no podría cumplir con el objetivo encomendado de mantener la estabilidad de precios en el área del euro. Ello no debe ser óbice, sin embargo, para reconocer que esta actuación proporciona a los responsables del resto de las áreas de la política económica un tiempo precioso para avanzar en el diseño y la instrumentación de las medidas necesarias en esos ámbitos.

Pero hay que reiterar que las actuaciones coyunturales del BCE no sirven para resolver el problema central revelado por la crisis: la necesidad de mecanismos que permitan contrarrestar los riesgos que surgen por el hecho de que países con características estructurales heterogéneas comparten una moneda común y que, por tanto, ya no pueden disponer de las políticas monetaria y cambiaria como instrumentos propios de estabilización macroeconómica.

A lo largo de las distintas cumbres celebradas en estos años, los Jefes de Estado y de Gobierno de la zona euro han reafirmado el compromiso político inequívoco de preservar el proyecto de la UEM y de completar la unión monetaria avanzando hacia una mayor integración económica. Pero es obvio que este proceso requerirá compartir una buena parte de la soberanía en áreas sensibles como la política fiscal o las competencias sobre los sistemas bancarios, así como la puesta en marcha de mecanismos que permitan un cierto grado de mutualización de los riesgos, sin que ello pueda desincentivar la disciplina económica de los distintos países.

Los pasos dados hasta el momento apuntan en la dirección correcta aunque, por decirlo cortésmente, hay un margen notable de mejora en relación con el ritmo al que se están tomando las decisiones.

En el ámbito fiscal, las reformas realizadas hasta el momento se han traducido en un fortalecimiento significativo del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Entre los elementos más significativos de ese fortalecimiento cabe destacar la mayor atención a los límites al endeudamiento y el establecimiento de un mayor grado de automatismo en los procedimientos para evaluar eventuales incumplimientos y

para activar los mecanismos correctores necesarios así como la exigencia de revisar los marcos legales nacionales.

Además del ámbito fiscal, se ha diseñado también un nuevo marco para la prevención y la corrección de los desequilibrios macroeconómicos internos y externos. Este nuevo marco, denominado Procedimiento de Desequilibrio Excesivo, se apoya en un mecanismo de alerta temprana basado en un conjunto amplio de indicadores que, complementados con el oportuno análisis económico, deben servir para detectar con suficiente antelación aquellas situaciones de vulnerabilidad que puedan poner en peligro la estabilidad financiera de la UEM y para articular las acciones necesarias para corregirlas.

Los avances en el diseño de un mecanismo permanente de gestión de crisis han sido importantes pero claramente insuficientes. Primero se introdujo, con carácter temporal, la Facilidad Europea de Estabilidad Financiera y, más tarde, se estableció, ahora con carácter permanente, el Mecanismo Europeo de Estabilidad, que se supone debe entrar en funcionamiento el próximo mes de julio. Las complejidades que ha entrañado el diseño de estos dispositivos son evidentes, ya que han de combinar potencia y flexibilidad para proporcionar asistencia financiera a los países en dificultades, al tiempo que deben garantizar que no se debilitan los incentivos a establecer programas ambiciosos de consolidación fiscal y de reformas estructurales imprescindibles para asentar las bases de un crecimiento sostenido a medio plazo.

Pero la superación de la crisis no será posible si el reforzamiento del marco de gobernanza europea no se complementa con una revisión profunda de las políticas económicas nacionales, que permita adaptarlas plenamente a las condiciones de funcionamiento de una unión monetaria. Es fundamental que las autoridades y los agentes económicos asuman plenamente las implicaciones que se derivan de compartir una política monetaria única. La solidez de las finanzas públicas y la flexibilidad de las estructuras económicas son requisitos imprescindibles en este marco.

Desde una perspectiva de más corto plazo, la necesidad de reducir los elevados niveles de endeudamiento público y privado acumulados en el pasado hace de la mejora de la competitividad la variable fundamental para recuperar la confianza y el crecimiento del producto y el empleo. Ausente la posibilidad de la devaluación cambiaria, la devaluación interna, esto es, el ajuste de precios y remuneraciones, junto con los aumentos de productividad derivados de una mejor gestión del trabajo, son la única alternativa disponible a muy corto plazo para impulsar y recuperar la competitividad perdida.

. . .

Hace casi doce años Rojo dejaba el Banco de España pronunciando su discurso sobre el Informe Anual de 1999. En un clima de exuberante optimismo, alertaba sobre el crecimiento del crédito del que decía “sigue avanzando a tasas muy elevadas” y “ello está incrementando la presión de la demanda sobre el producto tendencial con efectos preocupantes”. Ahora nuestros problemas no son de exceso de demanda ni de abundancia de crédito sino de cómo corregir esos “efectos preocupantes” sobre los que alertó Rojo. Aún así, voy a terminar esta intervención leyendo sus recomendaciones porque seguro que les interesan:

“En estas condiciones, la economía española necesita moderar la expansión de la demanda y aumentar el grado de flexibilidad de los mercados de trabajo y de productos para poder mantener unas tasas altas y estables de crecimiento en el futuro; es decir, se requiere una política que refuerce aún más el proceso de consolidación fiscal, que impulse la flexibilización del mercado laboral y que avance con energía en la desregulación y la introducción de mayor competencia en los mercados de bienes y servicios”.

Muchas gracias por su atención.