

A close-up portrait of an elderly man with glasses, looking slightly to the right. The background is a blurred bookshelf with books. The overall color scheme is blue and white.

LUIS ÁNGEL ROJO

RECUERDO Y HOMENAJE

COORDINADOR : CARLOS SEBASTIÁN



**LUIS ÁNGEL ROJO**

**RECUERDO Y HOMENAJE**







**LUIS ÁNGEL ROJO**  
**RECUERDO Y HOMENAJE**



CARLOS SEBASTIÁN  
Coordinador

**LUIS ÁNGEL ROJO**  
**RECUERDO Y HOMENAJE**



Reservados todos los derechos.

Ni la totalidad ni parte de este libro puede reproducirse o transmitirse por ningún procedimiento electrónico o mecánico, incluyendo fotocopia, grabación magnética o cualquier almacenamiento de información y sistema de recuperación, sin permiso escrito de Editorial Centro de Estudios Ramón Areces, S.A.

© EDITORIAL CENTRO DE ESTUDIOS RAMÓN ARECES, S.A.

Tomás Bretón, 21 – 28045 Madrid

Teléfono: 915 398 659

Fax: 914 681 952

Correo: [cerasa@cerasa.es](mailto:cerasa@cerasa.es)

Web: [www.cerasa.es](http://www.cerasa.es)

© FUNDACIÓN RAMÓN ARECES, S.A.

Vitruvio, 5 – 28006 MADRID

[www.fundacionareces.es](http://www.fundacionareces.es)

Diseño de la cubierta: María Luisa Rojo de Castro

Depósito legal: M-2926-2012

Impreso por:

ANEBRI, S.A.

Antonio González Porras, 35–37

28019 MADRID

Impreso en España / Printed in Spain



## ÍNDICE

Prólogo.....	9
Luis Ángel Rojo: intelectual comprometido e ilustrado servidor del Estado (1934-2011), <i>Carlos Sebastián</i> .....	11
Luis Ángel Rojo en el Ministerio de Comercio, <i>Manuel Varela Parache</i> .....	31
Luis Ángel Rojo en la Universidad, <i>Julio Segura</i> .....	41
Banca Central, mercados y estabilidad financiera: algunas experiencias del Banco de España (1977-1990), <i>José Pérez</i> .....	53
Luis Ángel Rojo en el Servicio de Estudios del Banco de España, <i>José Luis Malo de Molina</i> .....	79
Luis Ángel Rojo en la Real Academia de Ciencias Morales y Políticas. Primera etapa (1984-1997), <i>Juan Velarde Fuertes</i> .....	105
Luis Ángel Rojo: historiador económico, <i>Pablo Martín-Aceña</i> .....	127
El impulso de Luis Ángel Rojo a la función estadística, <i>Rafael Álvarez Blanco</i> .....	135

La creación de instituciones de docencia e investigación por Luis Ángel Rojo, <i>Samuel Bentolila</i> .....	149
Luis Ángel Rojo y la regulación financiera de finales del siglo XX, <i>Javier Aríztegui Yáñez</i> .....	161
Recuerdos de Luis Ángel Rojo, <i>Jaime Terceiro Lomba</i> .....	179
Autores .....	191

## PRÓLOGO

Con este volumen, en el que amigos y colaboradores de Luis Ángel Rojo recuerdan su figura personal y su influencia profesional, la Fundación Ramón Areces rinde tributo a quien impulsó el mecenazgo de la Fundación en el ámbito de la investigación en Economía desde sus inicios, siendo presidente de su Consejo Asesor en Ciencias Sociales hasta su fallecimiento. La influencia intelectual del profesor Rojo se deja sentir en generaciones de economistas españoles, muchos de los cuales son colaboradores en diversas actividades de la Fundación Ramón Areces. El profesor Rojo marcó el camino a seguir, y la Fundación Ramón Areces está plenamente comprometida a continuar desarrollando su tarea de mecenazgo intelectual en Ciencias Sociales siguiendo las pautas por él marcadas.



# LUIS ÁNGEL ROJO: INTELLECTUAL COMPROMETIDO E ILUSTRADO SERVIDOR DEL ESTADO (1934-2011)

*Carlos Sebastián<sup>1</sup>*

El propio Rojo manifestaba que su vida profesional había estado centrada en la enseñanza de la economía y en la práctica de la economía en instituciones públicas. Lo cual, cómo vamos a testimoniar, es rigurosamente cierto. Pero más allá de esta relevante vida profesional, Rojo ha sido un intelectual, es decir una persona dedicada al entendimiento de su entorno y al seguimiento de las manifestaciones culturales e intelectuales que se producían. Y lo ha hecho de una forma activa y comprometida, escribiendo y promoviendo el debate sobre las raíces de la situación de su tiempo y participando activamente en instituciones (privadas y parapúblicas) de promoción del estudio y de la gestión de tangibles e intangibles culturales. Y esa triple vertiente de docente de la economía, servidor del Estado en cuestiones económicas e intelectual comprometido ha estado presente a lo largo de las diferentes etapas de su fructífera vida.

También las 83 publicaciones que nos ha legado a lo largo de esas etapas son testimonio del carácter multidimensional de la actividad de Rojo.

## PRIMERA ETAPA (1957-1978)

Podríamos considerar que una primera etapa se inicia en 1957, cuando con 23 años obtiene el número uno en las oposiciones a Técnico Comercial

---

<sup>1</sup> Estoy muy agradecido a Luis y M<sup>a</sup> Luisa Rojo que me proporcionaron varias versiones del CV de su padre, algunos con comentarios personales del propio Rojo. También a Carlos Arenillas que me hizo útiles comentarios a una primera versión.

del Estado, y continúa hasta finales de los 70, con la consolidación del Servicio de Estudios del Banco de España y la puesta en práctica, tras los Pactos de la Moncloa, de la nueva política monetaria diseñada por el Servicios de Estudios.

En el Ministerio de Comercio Rojo se incorporó al Servicio de Estudios y pronto se integró en un pequeño grupo de economistas dirigidos por los profesores Sardá, Varela y Ortiz Gracia que preparó lo que iba a ser el Plan de Estabilización de 1959, un programa económico que habría de suponer el abandono de la política autárquica del franquismo y sentaría las bases para el inicio del moderno desarrollo económico español<sup>2</sup>. Rojo nos contaba algunas sabrosas anécdotas de aquellos años, que ponían de manifiesto tanto la penuria de la situación de la economía española en los meses previos al Plan de Estabilización como su implicación en el proceso. Contaba, por ejemplo, que fue enviado a Londres a aprender el sistema de subasta de derechos de importación y que al preparar el viaje tuvo que ir al Instituto de Moneda Extranjera (IEME) para conseguir algunas libras, siendo recibido por el propio director que controlaba directamente el exiguo *stock* de divisas: “Menos mal, Rojo, que ha venido usted a recoger unas esterlinas, porque si hubiera necesitado dólares el único que tengo en estos momentos es el que hay en este cenicero”, le dijo el director enseñándole un cenicero con un dólar de plata pegado en el fondo.

Al mismo tiempo que se incorporaba al Ministerio comenzaba en 1958 su actividad docente como profesor de Teoría Económica en la Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad de Madrid. Su actividad académica se vio impulsada por la estancia durante la mayor parte del curso 1960-1961 en la London School of Economics, como Research Student. A su vuelta presentó su tesis doctoral en la universidad de Madrid consistente en una revisión del modelo Hecksher-Ohlin del comercio internacional. Un hito fundamental en su dedicación académica se produce en 1966,

---

<sup>2</sup> Sobre Rojo en el Ministerio de Comercio versa la contribución a este volumen del Profesor Manuel Varela, su mentor en el Ministerio.

cuando gana por oposición una de las Cátedras de Teoría Económica en la universidad de Madrid.

En esos años continuaba ejerciendo como economista en la Secretaría General Técnica del Ministerio de Comercio, rodeado de otros jóvenes economistas que se habían ido incorporando, algunos de los cuales también colaboraron como profesores ayudantes de su asignatura, con la tarea de, según sus propias palabras, “tratar de afianzar y extender los criterios y las ideas que habían inspirado el Plan de Estabilización”. Visto con perspectiva, el impulso reformador perdió fuelle a partir de 1964, parándose el avance en la liberalización de la economía con medidas horizontales, como las que contenía el Plan de 1959, y creando estructuras sectoriales de dudosa eficacia económica pero que satisfacían intereses de distintos grupos. Claramente la causa no fue la falta de empuje del grupo de ilustres funcionarios en el que estaba Rojo, sino la pérdida de preponderancia política de los más genuinamente reformadores. En 1968 Rojo solicitó la excedencia del cuerpo de Técnicos Comerciales del Estado y se dedicó exclusivamente a la universidad.

En la Facultad, ejerció su maestrazgo más allá de las excelentes clases que impartía, que tanto recordamos los alumnos y colaboradores como profesores de clases prácticas de aquellos años. Confeccionó un programa de doctorado al que nos incorporamos estudiantes de Madrid y de Barcelona, organizó seminarios y grupos de estudios e impulsó y facilitó la salida de decenas de estudiantes a universidades anglosajonas. Esto constituye un aspecto importante del magisterio de Ángel Rojo: el impulso que dio para que varias generaciones de estudiantes nos fuéramos a estudiar a universidades anglosajonas y nos aireáramos, personal e intelectualmente, en centros universitarios muy distintos de los españoles del momento. La salida de estudiantes de economía a universidades extranjeras, que acabó siendo masiva a finales de los setenta y principios de los ochenta, y que ha producido un conjunto tan amplio de brillantes economistas académicos, nace y se desarrolla bajo el impulso del profesor Rojo. En su contribución a este volumen el profesor Julio Segura presenta una valoración de la contribución de Rojo a la universidad.

En 1971 Rojo aceptó incorporarse al Banco de España como director del Servicio de Estudios, que bajo su dirección experimentó un gran impulso hasta acabar convirtiéndose en pocos años en un prestigioso centro de investigación económica y de diseño de la política económica, especialmente en el ámbito monetario<sup>3</sup>. Como recuerda el propio Rojo, “la economía española había avanzado notablemente tras la adopción del Plan de Estabilización de 1959, pero continuaba estando afectada por grandes deficiencias que se acentuaron en los primeros años setenta, con las presiones inflacionistas que afectaron al mundo desde finales de la década anterior y que se acentuaron hasta desembocar, desde 1973, en la intensa crisis conocida como *crisis del petróleo*. Esta crisis fue especialmente grave para España en su doble vertiente de inflación y de paro, y su corrección, en las difíciles condiciones creadas por la crisis política, constituyó mi preocupación básica en los años siguientes. A partir de 1974 diseñamos, desde el Servicio de Estudios del Banco de España, una nueva política monetaria, moderna y eficiente, que fue completándose en los años siguientes e integrándose en una modernización de la estructura monetaria y financiera del país”.

En paralelo al desarrollo del Servicio de Estudios, Rojo impulsó desde casi el primer momento la expansión de la Biblioteca del Banco de España y la formación de equipos, en el Banco y fuera de él, de historiadores económicos<sup>4</sup>.

Una buena parte de las publicaciones de esta etapa consistieron en libros y artículos académicos sobre análisis económico y sobre la historia del pensamiento económico y un par de notables libros de texto. Los libros fueron:

- *Keynes y el pensamiento macroeconómico actual*, Tecnos, Madrid, 1965.

---

<sup>3</sup> Sobre el desarrollo del Servicio de Estudios versa la contribución a este volumen de José Luis Malo de Molina, su director en los últimos 20 años.

<sup>4</sup> Tal como nos cuenta en su contribución a este volumen el profesor Pablo Martín Aceña.



- *Teoría económica del crecimiento*, Gredos, Madrid, 1966.
- *El nuevo monetarismo*, Instituto de Estudios Fiscales, 1970.
- *Renta, precios y balanza de pagos*, Alianza Editorial, Madrid, 1975.
- *Inflación y crisis en la economía mundial*, Alianza Editorial, Madrid, 1976.
- *La política monetaria en España: Objetivos e Instrumentos* (en colaboración con José Pérez), Banco de España, Madrid, 1977.

Mención aparte merece el libro conjunto con José Pérez sobre la política monetaria en España, que crea las bases teóricas e instrumentales para el diseño de la política monetaria que el Banco de España llevó a cabo durante los siguientes años. También la merece el libro *Inflación y crisis en la economía mundial*, en el que repasa la historia de la política macroeconómica desde la segunda Guerra Mundial y detecta los excesos de la política de corte keynesiano (keynesianismo vulgar, probablemente, aunque Rojo no llegue a escribir esta descalificación) y concede elementos de razón en el discurso monetarista que surge de Friedman. Pero dada la importancia de la vida docente de Rojo durante esta etapa, el libro de texto *Renta, precios y balanza de pagos* merece un breve comentario.

Hay varios aspectos reseñables que diferencian positivamente este libro de texto de los otros existentes en la época y de no pocos de los que se publicaron después. En primer lugar, en la introducción de las magnitudes macroeconómicas trata con detalle las corrientes financieras de la economía y presenta la integración de las corrientes financieras de la economía con los flujos reales, algo fundamental para comprender el funcionamiento agregado de una economía. No es de extrañar que, en paralelo a esta preocupación docente, Rojo impulsara desde el Banco de España la elaboración de las cuentas financieras de la economía española. Y esa misma preocupación se transmite a la formulación del modelo de determinación

de la renta, que va mucho más allá del manido modelo IS-LM en varios aspectos.

En primer lugar, y como corolario de lo anterior, la diferencia estriba en la introducción de variables fondos, la riqueza neta privada fundamentalmente, en las funciones de decisión de los agentes y la especificación explícita de la dinámica de la riqueza neta. Esta variable no sólo afecta a las decisiones flujos de los agentes privados (demanda de consumo fundamentalmente) sino también a las decisiones fondo (demanda de activos) y su dinámica está afectada por el saldo presupuestario. En segundo lugar, por la explícita consideración de los balances de los bancos como creadores de dinero y como agentes importantes en los mercados de bonos, con lo que se establece un vínculo (complejo, pero perfectamente modelizable) entre la política monetaria y aquella política fiscal que implique cambios en los saldos presupuestarios, vínculo que transcurre por las decisiones de los bancos y por las consecuencias sobre la riqueza neta del sector privado. El modelo, original pero que toma elementos de los modelos de Tobin, resulta mucho más rico que la excesiva simpleza del análisis IS-LM. Y está presentado con gran claridad y rigor.

Cuando abre el modelo a la consideración de las relaciones con el resto del mundo, mantiene la importancia de las variables fondo y de los flujos financieros, desarrollando las relaciones entre los intercambios por cuenta de renta y los de por cuenta de capital. El libro termina con una ampliación del análisis de los determinantes del gasto privado, del funcionamiento del mercado de trabajo y del sistema financiero, presentado de nuevo con gran pulcritud y precisión.

De entre los 13 artículos publicados en esta etapa, cinco de teoría macroeconómica, cuatro de historia del pensamiento, tres de aspectos del sistema financiero y uno histórico quisiera resaltar uno teórico, “Desempleo y factores reales”, que aunque publicado en 1981 en Papeles de Economía Española (nº 8, p. 124-138) es el resultado de la reflexión teórica que Rojo había estado haciendo durante los años anteriores ante la fuerte elevación de la tasa de paro española en los últimos años de de la década de los 70.

En él Rojo analiza, en primer lugar, los mecanismos por los que un *shock* de oferta (elevación de los precios reales de los factores) eleva el paro y el papel de la dinámica de los salarios reales en el proceso. En su análisis realiza una certera diferenciación entre aumentos activos en la productividad, que permiten elevar salarios y empleo (o elevar uno sin tener que disminuir el otro), y aumentos pasivos, consecuencia de caídas del empleo por elevaciones del salario real y de otros precios de los factores; confusión aún presente en muchas discusiones sobre la evolución de la productividad. En segundo lugar, teoriza sobre la respuesta política ante la elevación del paro y para ello restablece las nociones de paro neoclásico y paro keynesiano, que aunque carezcan de una contrapartida empírica clara son conceptos muy potentes para la discusión de la política macroeconómica, que algunos hemos incorporado a nuestra docencia y a nuestro instrumental analítico en los debates. Rojo considera que a principios de los 80 un porcentaje alto del paro en España era de carácter neoclásico y por tanto no susceptible de ser reducido mediante expansiones de la demanda. Sería interesante poder discutir ahora con él sobre la dimensión de los dos elementos en el alto nivel de paro que sufre hoy la economía española.

De esta etapa recuerdo su participación en un programa de TVE (La Clave) en los años 70 en un panel, en el que también estaba el profesor Galbraith, que comentaba la crisis económica internacional. La primera intervención de Rojo provocó en el profesor de la Universidad de Harvard el comentario de que no entendía porque le habían invitado teniendo “en casa” un analista tan brillante y preciso como Rojo.

## SEGUNDA ETAPA (1978-1988)

Esta segunda etapa se caracteriza sobre todo por la decisiva contribución de Rojo al desarrollo institucional del sistema financiero y de los instrumentos de política monetaria, pero también por el impulso de Rojo a la investigación y a la docencia superior.

En esta etapa, que se inicia, tras el mandato que el Banco de España recibe de los Pactos de la Moncloa de garantizar la estabilidad monetaria, en un contexto de inflación alta, paro creciente y crisis industrial que abocaría en una crisis bancaria, se producen desarrollos institucionales fundamentales en el sistema financiero español impulsados por el Banco de España, en los que Rojo jugó un papel fundamental, bajo la cobertura de Mariano Rubio, como subgobernador primero y gobernador después, y con la colaboración de un conjunto de competentes economistas y técnicos del Banco. Las condiciones iniciales venían dadas por un sistema financiero altamente intervenido, con tipos de interés regulados en los activos y pasivos bancarios y con varios coeficientes obligatorios de inversión en la banca; por una larga tradición de suministro pasivo de liquidez por parte del banco emisor; por un sistema arcaico de liquidación y compensación y por la inexistencia de mercados monetarios y de deuda pública.

Para facilitar que el Banco de España pudiera cumplir con sus funciones de garante de la estabilidad financiera y monetaria, al mismo tiempo que se facilitara la financiación del Estado y se enriqueciera la gama de activos de ahorro y con ello la financiación de la economía, era necesario desarrollar una estructura completa de mercados financieros, además de unos sistemas de pagos seguros y eficientes. Como nos cuenta José Pérez, uno de sus colaboradores más cercanos, en su contribución a este volumen, “era una labor que requería tiempo, convencimiento claro de los objetivos perseguidos y cierta racionalidad institucional. Rojo supo administrar y proveer todos estos ingredientes necesarios, en lo que entendía era una larga carrera de fondo.” De alguna forma esa carrera de fondo se completa en 1987 con la aprobación del real decreto de creación de la Central de Anotaciones en Cuenta de Deuda Pública, que cierra la nueva estructura institucional.

Hasta 1984, cuando la aplicación de la Ley de Incompatibilidades suponía que el ejercicio de la docencia como catedrático de una universidad pública era incompatible con el puesto de director general del Banco de España, Rojo siguió su actividad docente en la Universidad Complutense. La aplicación de la citada Ley a partir del curso 1984-1985 impidió que

los alumnos de Teoría y Política Monetaria de la Universidad Complutense recibieran explicaciones, brillantes por otra parte, de la persona, catedrático de esa Universidad por lo demás, que estaba diseñando tanto la política monetaria como los desarrollos institucionales que permitían una mejor financiación de la economía y una más eficiente instrumentación de la política. Tamaño absurdo, propio de una universidad burocratizada que al parecer no se quiere abandonar definitivamente, frustró a Ángel Rojo, pero no le llevó a cesar en su dedicación al estudio ni en el impulso de la investigación y de la docencia superior.

Además de la investigación económica y de historia económica que se siguió produciendo en el Servicio de Estudios del Banco, a mediados de los 80 se crean, bajo su iniciativa y la de Mariano Rubio, la Fundación de Estudios de Economía Aplicada (FEDEA), centro dedicado a la investigación económica y a la formación de opinión, y el Centro de Estudios Monetarios y Financieros (CEMFI), centro dedicado a los estudio de posgrado. Ambos llevan más de 20 años funcionando y han adquirido un merecido prestigio<sup>5</sup>.

En esta etapa empiezan a ponerse a disposición de los estudiosos de la economía y de los gestores económicos diversas fuentes estadísticas elaboradas por el Banco de España de gran importancia. Por un lado las Cuentas Financiera de la economía española, por otro la Central de Balances del Banco de España y más tarde la Balanza de Pagos<sup>6</sup>.

En 1984 Rojo ingresa como académico de número en la Real Academia de Ciencias Morales y Políticas. Sus contribuciones a los debates de la Academia son múltiples. Muchas de ellas fueron publicadas en Los Anales de la Real Academia y en la contribución del profesor Juan Velarde a este

---

<sup>5</sup> La contribución de Samuel Bentolila, profesor del Cemfi, a este volumen versa sobre el desarrollo de estos dos centros.

<sup>6</sup> La contribución a este volumen de Rafael Álvarez, que durante muchos años fue responsable de estadísticas del Servicio de Estudios del Banco, analiza las contribuciones realizadas desde el Servicio bajo la dirección de Rojo al conocimiento de la realidad estadística de la economía española.

volumen se presenta un vivo testimonio de la actividad de Rojo en la Academia entre 1984 y 1997.

El prestigio de Rojo fuera de España empieza a consolidarse y en 1983, y hasta 1987, es miembro a título personal del Comité de Planificación del Desarrollo de las Naciones Unidas.

Las publicaciones de Rojo en esta etapa la constituyen tres libros y una veintena de artículos. Los libros son:

- *Marx: Economía y Sociedad*, Alianza Editorial, Madrid, 1984 (en colaboración con Víctor Pérez Díaz).
- *Keynes, su tiempo y el nuestro*, Tecnos, Madrid, 1985.
- *El Sistema Monetario Europeo*, Instituto de España, Editorial Espasa-Calpe, 1989.

Como se aprecia dos de ellos son ensayos sobre historia de pensamiento económico. El libro sobre Keynes pone en relación sus distintas publicaciones y sus aportaciones a debates académicos y políticos con los distintos acontecimientos que se van sucediendo en Gran Bretaña, primero, y en el mundo occidental después, lo que contribuye a entender mucho mejor las aportaciones del insigne pensador británico.

De los 20 artículos publicados en esta etapa, tres sobre historia del pensamiento económico, dos de teoría macroeconómica, cinco de historia económica y los 10 restantes sobre temas financieros y monetarios, voy a comentar dos aparecidos en Papeles de Economía Española: *Europa: el contraste entre dos décadas* (1986) e *Innovaciones Financieras y Política Monetaria* (1988).

El primero de ellos, publicado en el nº 27 de Papeles de Economía Española (p. 64-86) es un ensayo de historia económica reciente sumamente interesante. En primer lugar narra cómo se gestionó en los

distintos países europeos el rápido crecimiento desde finales de los 50 hasta principios de los 70, haciendo hincapié en las diferencias institucionales y de sensibilidades culturales de los distintos países a lo largo de una década larga de éxito económico, diferencias que condicionaban su política económica pero también varios aspectos de su crecimiento, como la dinámica distributiva. Ésta última despertó en no pocos países descontento en los más perjudicados así como intereses corporativos, que tuvieron eco en reivindicaciones políticas y en cambios normativos. Probablemente esto llevó a que las economías europeas perdieran flexibilidad, lo que se dejó notar en la respuesta al cambio del entorno mundial que se produce a principios de los 70, haciendo más costoso el ajuste.

El análisis de las distintas respuestas ante esa crisis es la segunda parte del artículo, que constituye una lección de política económica en acción, muy concretamente de los errores y aciertos cometidos en la respuesta política a un *shock* externo. Hubo respuestas insostenibles que retrasaron el ajuste (como la subvención de la energía en España o la financiación privilegiada para acumular existencias en Suecia), pero en general hubo un alto grado de desconcierto no siendo infrecuente el recurso a la financiación monetaria de la elevación en los costes. Al final los países que realizaron un mejor ajuste son los que mantuvieron el rigor monetario. Se ha apuntado que el ajuste se hizo mejor en los países que contaban con instituciones (formales o informales) de cooperación social, pero algunas de esas experiencias de cooperación acabaron fracasando, algunas porque la política macroeconómica expansiva impidió la estabilidad de precios y otras porque probablemente se emprendieron con escasa experiencia y cultura de cooperación. Austria y Alemania, la primera con instituciones formales de cooperación y la segunda con una cultura de negociación (institución informal), que mantuvieron además un notable rigor monetario, son ejemplos de ajuste relativamente rápido y con menor coste. Los países que se ajustaron mejor experimentaron una mejoría de su estructura de costes a finales de 1982 principios de 1983, con lo que pudieron disfrutar desde entonces de una política macroeconómica más relajada

e iniciar una expansión que se prolongaría hasta principios de la década siguiente. Los que no, tuvieron que mantener políticas restrictivas un par de años más retrasando su recuperación económica.

En *Innovaciones Financieras y Política Monetaria*, publicado en 1988 en Papeles de Economía Española (nº 36, p. 2-14) en el que discute el diseño de la política monetaria, sus objetivos y su instrumentación, en un contexto financiero crecientemente complejo, realiza previamente una reflexión sobre los procesos de innovación financiera, que se acelerarían enormemente entre el momento en el que Rojo escribía esas líneas hasta el estallido de 2008. No puedo evitar transcribir unos párrafos de este artículo escritos por Rojo 20 años antes de la quiebra de Lehman Brothers:

“... Esto no significa, sin embargo, que esta oleada de innovaciones financieras sea un bien social sin restricciones... No lo es desde el punto de vista de la estabilidad... La proliferación de instrumentos y mercados que permiten a los agentes desplazar riesgos no implica una reducción del grado total de riesgos contenidos en el sistema... Los procesos de desintermediación y securitización pueden afectar negativamente a la calidad media de la cartera de préstamos y créditos de las entidades bancarias, debilitar la función evaluadora de riesgos que estas últimas desempeñan y conducir, en consecuencia, a una degradación de los riesgos en el conjunto del sistema; y el aumento de las operaciones fuera de balance suscita problemas de información de riesgos que afectan tanto a las autoridades como a los accionistas...” (los subrayados son míos). Estas líneas, insisto, fueron escritas 20 años antes de la explosión de la burbuja crediticia de la que aún no nos hemos recuperado y antes de la torrencial cascada de innovaciones financieras de finales de los 90 y principios de este siglo. Cascada a la que los organismos reguladores en Estados Unidos no sólo no opusieron resistencia, sino que alimentaron con la eliminación de las limitaciones al endeudamiento de los bancos de inversiones, y que no despertó ninguna



acción correctora por parte de las entidades supervisoras de todo el mundo desarrollado, que hicieron dejación de sus responsabilidades respecto a la estabilidad financiera que tanto preocupaba a Rojo<sup>7</sup>.

Respecto al diseño de la política monetaria en el nuevo contexto, Rojo discute las implicaciones de la pérdida de estabilidad de la función de demanda de activos líquidos debido a las innovaciones financieras y con ello a la complejidad que surge para establecer una relación entre los objetivos inmediatos de la política monetaria (el control del agregado monetario que finalmente se elija) y el objetivo último (el control de la demanda nominal de la economía). En esta discusión repasa la instrumentación de la política monetaria en varios países avanzados, repaso muy ilustrativo para la teoría de la política monetaria, y se centra finalmente en las implicaciones para ésta de la inclusión de un país, España concretamente, en un acuerdo como el Sistema Monetario Europeo (SME), señalando los problemas que pueden surgir al contar con un sistema económico más rígido lo que, entre otras consecuencias, ocasiona una inflación mayor que la media del SME. Aunque la creación del euro y la centralización de la política monetaria llevan a la pérdida de actualidad de esa discusión, su reflexión no deja de tener relevancia, conceptual al menos, en los momentos actuales.

En 1986 se instaura el Premio Rey Juan Carlos de Economía y Rojo es el primer laureado. Su discurso en el acto de entrega constituyó una reflexión sobre las contribuciones y limitaciones de la *dismal science*, como nos recordó Rojo que el pensador escocés Thomas Carlyle llamaba a la economía.

---

<sup>7</sup> En el artículo que estamos comentando, Rojo se alinea con Lamfaloussy al afirmar que “la estabilidad financiera es un valor que debe protegerse aun al precio de alguna ineficiencia”.

### TERCERA ETAPA (1988-2004)

Esta última etapa de la vida profesional de Ángel Rojo cubre sus 12 años como subgobernador (1988-1992) y gobernador (1992-2000) y los cuatros años posteriores en los que formó parte de varias comisiones de expertos a nivel internacional y se prodigó como autor y conferenciante.

La etapa de Rojo como subgobernador y gobernador del Banco de España se caracteriza, en su vertiente doméstica, por nuevas manifestaciones de rigor monetario y por cambios regulatorios que contribuyan a la solvencia bancaria y en su vertiente internacional por una activa contribución a la creación de la Unión Monetaria.

Ante el excesivo crecimiento del crédito interno que estaba financiando una demanda privada muy expansiva, lo que se reflejaba en el deterioro de la balanza por cuenta corriente y en la aparición de algunas tensiones inflacionistas, el tándem Rubio-Rojo respondió a mediados de 1989 con limitaciones cuantitativas al crecimiento del crédito que se extendieron hasta finales de 1990. La verdad es que a algunos nos pareció una reacción excesiva, pero visto con perspectiva no cabe sino manifestar el acuerdo con esa respuesta tan rigurosa. Y no ya solo con la perspectiva de hoy, al compararla con la permisividad con la que se ha vivido en los primeros años de este nuevo siglo el crecimiento sin precedentes del crédito, sino con la perspectiva de entonces, de los años siguientes.

Porque efectivamente, el deterioro de las cuentas exteriores están detrás de las dificultades que sufrió la peseta en la crisis que afectó al Sistema Monetario Europeo en primavera de 1992, nada más producirse el nombramiento de Rojo como gobernador y que acaba con el realineamiento de la peseta dentro del SME, pero sin abandonar el Sistema.

Si complicados y delicados fueron los primeros meses de Rojo como gobernador por la crisis monetaria europea, no lo fue menos el año siguiente cuando la crisis de solvencia que los servicios del Banco habían

detectado en Banesto, le lleva a decidir su intervención y la sustitución de sus administradores.

Esta crisis bancaria y su convencimiento de que la solvencia de los bancos es un elemento crucial de la estabilidad financiera le lleva a definir con más precisión y rigor los requisitos de capital que deben cumplir todos los bancos y a tomar otras medidas de regulación bancaria. La contribución a este volumen del actual subgobernador del Banco Javier de Aríztegui analiza los cambios en la regulación bancaria durante los mandatos de Rojo como subgobernador y como gobernador. También el profesor Jaime Terceiro en sus recuerdos de la relación con Rojo realiza una reflexión sobre distintos aspectos de la regulación bancaria así como de la estructura del sistema bancario, muy particularmente del sector de cajas de ahorro.

Pero es sin duda la vertiente europea de su mandato como gobernador el aspecto más sobresaliente del mismo. Desde julio de 1994 hasta la creación del Banco Central Europeo en julio de 1998 fue vicepresidente del Instituto Monetario Europeo, precedente del Banco Central común y artífice del proceso de la construcción de la Unión Monetaria y de la creación del Euro. Y desde la creación del BCE hasta el fin de su mandato como gobernador fue miembro del Consejo de Gobierno del BCE.

Rojo fue uno de los artífices de la creación del euro con su relevante participación en las instituciones europeas que diseñaron la Unión Monetaria y fue también un decidido partidario de la inclusión de España en la Unión Monetaria y a ello contribuyó desde el Banco de España con el diseño de una política monetaria y financiera apropiada. Cualquiera que sea la valoración que ahora hagamos de la crisis de deuda de algunos de los países miembros y de sus consecuencias sobre la estabilidad de la Unión Monetaria, la integración monetaria ha resultado positiva para el conjunto de la Unión. Si algo se le podría reprochar es que ha podido dar cobertura a conductas fiscales irresponsables y no parece haber incentivado, sino aparentemente más bien lo contrario, una supervisión

bancaria rigurosa, pero no resulta legítimo achacar a la arquitectura del euro estos fallos de política. Ni tampoco los excesos de apalancamientos de los agentes privados (familias, empresas e intermediarios financieros). Hubieran sido necesarios mecanismos comunitarios de supervisión de las haciendas de los países que emitían deuda en euros, en vez de confiar en la firma de un Pacto de Estabilidad con el tope mágico del déficit del 3%, que no se estaba seguro si se cumplía y que no generaba ninguna acción cuando efectivamente no se cumplía. Y hubiera sido necesaria una supervisión más estricta en los países miembros de la conducta de las entidades de crédito.

Entre 2000 y 2002 Rojo fue miembro del Comité de Sabios creado por el ECOFIN para el estudio de los mercados financieros europeos presidido por Lamfalussy. La creación del Comité respondía a la preocupación de la Comisión Europea por la complejidad de los retos que planteaba crear unos mercados financieros armonizados en la UE. Una vez más Rojo se implicaba a fondo en la construcción de Europa. El informe final supuso la base de un cambio profundo en la estructura y la regulación de los mercados financieros en la UE. En él se abordaban cuestiones muy amplias de la arquitectura financiera europea que se estaba construyendo en torno al euro, incluyendo temas de distinto alcance, desde el proceso de elaboración de directivas comunitarias hasta detalladas recomendaciones sobre la necesidad de armonizar normas contables, emisiones de valores, estructuras de supervisión, regulación de instituciones de inversión colectiva, sistemas de compensación, registro de operaciones con valores financieros, etc.

En 2003 Rojo fue miembro del Comité de Sabios creado por el FMI con el fin de encontrar bases de acuerdo entre el Fondo y el Gobierno de la República Argentina para resolver la crisis financiera de aquel país.

En 2003 Rojo ingresa como académico de número en la Real Academia Española con un bello discurso sobre la sociedad madrileña en la obra de Galdós, que glosó brevemente más abajo. Antes había sido, desde 1993, el primer presidente de la Fundación Pro Real Academia Española.

Desde 2000 hasta su fallecimiento fue presidente del Consejo de Ciencias Sociales de la Fundación Ramón Areces. En ella impulsó la financiación de proyectos de investigación en Ciencias Sociales<sup>8</sup>, además de las becas para la realización de estudios en el extranjero. También, en su doble condición de Académico de la Lengua y responsable de Ciencias Sociales de la Fundación Ramón Areces, creó un pequeño equipo de profesores de economía, financiado por la Fundación, que realizó una revisión del acervo de términos económicos en la lengua española.

Su interés por las artes plásticas le llevó a incorporarse a la Fundación Amigos del Museo del Prado en la que acabó siendo miembro de su patronato hasta su fallecimiento. También colaboró en las negociaciones para la traída a Madrid de la colección Thyssen-Bornemisza.

En esta etapa Rojo publicó gran número de artículos, además de salir impreso su discurso de ingreso en Real Academia Española. Es éste un ensayo sobre la sociedad madrileña de Galdós, un fino análisis histórico del periodo galdosiano en el que la sociedad madrileña empieza a salir de su atraso y experimenta una profunda convulsión económica, social y cultural, de la que dan testimonio varias de las obras de Galdós. Esta revitalización está muy ligada a la actividad pública y a la construcción, generándose procesos de especulación inmobiliaria, y resulta, en cambio, mucho más pobre en la actividad manufacturera. Describe Rojo los cambios institucionales que se producen en la década de los 50 del siglo XIX que junto al esfuerzo en infraestructuras impulsan la actividad económica en toda España y en Madrid. Describe también los cambios urbanísticos que se empiezan a producirse antes de la llegada de Galdós a Madrid en 1862 y continúan después. Y a partir de ahí repasa la evolución de la vida social madrileña vista a través de la obra del autor canario.

De los 34 artículos que Rojo publica en esta etapa, la mayoría sobre cuestiones monetarias y financieras, excepto siete de carácter histórico,

---

<sup>8</sup> La contribución de Samuel Bentolila a este volumen glosa esta faceta de Rojo en la Fundación Ramón Areces.

quisiera resaltar el publicado en Anales de la Academia de Ciencias Morales y Políticas en 2002 (nº 79) con el título *Las Fluctuaciones Financieras y la Política Monetaria*. Empieza por constatar que en los actuales sistemas financieros las fluctuaciones de los precios de los activos han reforzado su papel como origen de inestabilidad. Refuerzan tanto los procesos alcistas de las economías como los recesivos y pueden ser el detonante de un *shock* sobre la actividad real.

Se plantea a continuación si no debería la Autoridad Monetaria tener entre sus objetivos, además de la estabilidad de los precios de bienes y servicios, el evitar revalorizaciones excesivas en los precios de los activos. El problema es identificar cuando esas revalorizaciones son efectivamente excesivas, en la medida en que no se correspondan en absoluto con los fundamentales de la economía o de los sectores en los que mantienen su actividad las empresas cotizadas. Apunta que la estabilidad de precios no garantiza la estabilidad financiera; incluso puede estimular el crecimiento del precio de los activos, pues una tasa de inflación baja reduce el tipo de descuento de los beneficios futuros esperados de las empresas. Aceptando las dificultades de establecer criterios para intervenir con el objetivo que estamos considerando, se alinea con los que apuntan que la política monetaria actúa de forma asimétrica, permitiendo pasivamente la revalorización de precios e interviniendo activamente cuando se produce correcciones bajistas de alguna consideración, lo que crea un claro caso de *riesgo moral*.

Examina a continuación dos experiencias recientes (está escribiendo a principios de 2002), como fueron la crisis financiera japonesa a principios de los 90, que condujo a un largo periodo recesivo, y la crisis de las *punto.com* en Wall Street y su impacto sobre la desaceleración de la economía de los Estados Unidos. En los antecedentes a esta última, la Reserva Federal no cesó en su política monetaria laxa entre 1995 y 1999, pese al alto crecimiento de la demanda interna y a la fuerte revalorización de las cotizaciones bursátiles, aunque al cambiar el signo de su política a mediados de 1999 contribuyó al estallido de la burbuja de las *punto.com* (pero no se puede afirmar que causara tal estallido).

La suave recesión de 2001, tras la fuerte corrección bursátil que pilló a los agentes económicos muy endeudados, tiene una respuesta muy activa por parte de la Reserva Federal, sumada al impulso fiscal que realiza la Administración Bush con reducciones fiscales, que aumentó tras los ataques terroristas del 11 de septiembre. Pero Rojo advierte que las causas de las dificultades en 2001 son anteriores a la crisis de septiembre. “Se encuentran” –dice– “en los desequilibrios y desajustes económicos y financieros generados durante el auge excesivo de la segunda mitad de los años 90”.

Esto le lleva a conjeturar que quizá los impulsos de la política macroeconómicas (monetaria y fiscal) que se estaban llevando a cabo en el momento de escribir su artículo pudieran tener un éxito reducido. Aunque se comprueba después que la conjetura era equivocada termina con unos párrafos que reproduzco por su clarividencia:

“En todo caso, si las políticas expansivas acelerasen artificialmente la recuperación, quedarían en pie algunos desequilibrios graves acumulados durante el auge: el bajísimo ahorro de las familias, el importante déficit financiero ahorro-inversión –ahora acentuado por la rápida eliminación del superávit presupuestario– y, en consecuencia, el elevado déficit de la balanza de pagos por cuenta corriente...” “Las fases bajistas tienen una función depuradora de los desequilibrios acumulados durante los auges precedentes. Impedir los ajustes desequilibradores y arrastrar las distorsiones hacia el futuro puede conducir, más adelante, a contracciones más importantes que las que se hayan conseguido superar por medios artificiales excesivamente rotundos”... Y a partir de finales de 2007 ocurrió lo que ocurrió.

\*\*\*

Entre 2004 y 2010 Rojo tuvo una gran actividad como conferenciante sobre la arquitectura financiera internacional, la política monetaria y, en los últimos años, sobre la crisis de los mercados financieros. Instituciones como la Universidad Internacional Menéndez Pelayo, la Academia de Ciencias Morales y Políticas, la Fundación Ramón Areces, la Fundación

Juan March, la Fundación Rafael del Pino, la Residencia de Estudiantes y diversas universidades, albergaron esos actos.

\*\*\*

En definitiva, Ángel Rojo ha sido un ilustrado servidor del Estado y un muy relevante reformador. A lo largo de sus 43 años en cargos públicos jugó un papel muy importante en tres fases claves de la modernización del sistema económico español: El Plan de Estabilización de finales de los 50, la modernización de la política macroeconómica y el desarrollo del sistema financiero desde finales de los 70 a finales de los 80 y la construcción de la Unión Monetaria Europea y la integración de España en ella a lo largo de los 90.

Pero además ha sido un docente que ha dejado huella directa o indirecta en muchas generaciones de economistas, formándolos directamente, impulsando la marcha de jóvenes a universidades extranjeras, creando centros de investigación en economía y en historia económica así como centros de docencia de posgrado. Ha iluminado, además con sus escritos y sus conferencias, varias polémicas interesantes sobre cuestiones macroeconómicas y financieras.

Y ha mantenido un interés vivo y activo, que ha transmitido continuamente a los que le rodeábamos, tanto en el pensamiento social y en la historia con el objetivo de explicar mejor su presente, como en las manifestaciones culturales, pintura y literatura especialmente.



# LUIS ÁNGEL ROJO EN EL MINISTERIO DE COMERCIO

*Manuel Varela Parache*

El fallecimiento del profesor Rojo el pasado mayo ha sido ocasión para destacar sus cualidades: su inteligencia, su capacidad de trabajo, sus vastísimos conocimientos y su aportación, sobre todo en el campo de la economía, tanto en el aspecto teórico, en la Facultad de Ciencias Económicas como en el práctico, en particular en el Banco de España, en el que llegó a ser Gobernador importante que contribuyó a aumentar el prestigio de la institución, y a situarla en los altos niveles que hoy ocupa y se le reconoce en el mundo.

El profesor Carlos Sebastián me pide unas reflexiones que respondan al título que les antecede y ello me permite, a pesar del tiempo transcurrido, recordar un periodo de su vida –años 1957 a 1966– en los que colaboramos en la Administración, y, más concretamente, en el Ministerio de Comercio y, dentro de él, en la Secretaría General Técnica.

Nuestra relación de amistad, que había comenzado años antes, no desapareció al pasar él al Banco de España, en 1971 donde volvimos a coincidir algunos años –como, también, ocurrió en la Fundación Ramón Areces–, sino que fue creciendo hasta su fallecimiento, al tiempo que la admiración que siempre he sentido por él. A nadie puede extrañar que tenga un especial recuerdo de aquel periodo, durante el cual estuvo en activo en el Cuerpo de Técnicos Comerciales del Estado, –hoy Técnicos Comerciales y Economistas del Estado–, al que ambos pertenecíamos. Creo que fue, además, un periodo importante en su formación, en su conocimiento de la Administración Pública –sobre todo de la administración económica– de la que llegaría a ser asesor muy cualificado, y que le acercó a la perfección que llegó a alcanzar en el campo de la docencia y que estoy convencido, era el primero entre los objetivos que perseguía: conocer las

cosas bien –la economía, pero no sólo la economía– y enseñar a los que estaban interesados, u obligados, a conocerlas.

Creo conveniente recordar, por una parte, la vida de Ángel Rojo, antes de 1957, año en el que se incorpora al Ministerio de Comercio, y, por otra, la evolución, y las actividades de dicho Ministerio, en los años de referencia.

En cuanto a lo primero, conocí a Ángel Rojo cuando estudiaba Bachillerato en el Colegio de los Sagrados Corazones, situado muy cerca de mi domicilio de entonces; allí coincidió, durante los últimos cursos, con mi hermano Félix. Fueron grandes amigos que siguieron coincidiendo en el posterior paso a la Universidad y, más tarde, en la preparación de las oposiciones, entrada en el Ministerio y trabajo en el Servicio de Estudios, de la Secretaría General Técnica, sobre todo en temas financieros.

De aquella primera etapa, Ángel Rojo guardaba un buen recuerdo del P. Oswaldo Lira, chileno, profesor de Filosofía y de Literatura, que influyó bastante en muchos de sus alumnos, con unos métodos de enseñanza poco frecuentes en la España de aquellos tiempos, sobre temas literarios y en general sobre temas culturales de todo orden. Había discusiones, alentadas por el profesor, con talante abierto, en clase y en otras reuniones, con regularidad variable, durante el curso. Sin duda fue un buen principio para un buen estudiante como Ángel Rojo, que, al finalizar el Bachillerato con excelentes calificaciones, decidió estudiar Derecho, pero sin abandonar su interés por la literatura y, en general por la cultura.

En la universidad, sus calificaciones continuaron siendo excelentes. Su inteligencia siguió desarrollándose y su capacidad de trabajo se reafirmó, mientras crecía el deseo de aprender de todo, que nunca le abandonaría.

Pronto mostró una fuerte preferencia por el Derecho Público sobre el Derecho Privado, que parecía descartar en principio, itinerarios posteriores habituales en los buenos estudiantes de Derecho, como eran, y son, Notarías, Registros, etc.

En su momento, confirmando lo anterior, decidió preparar las oposiciones a Técnicos Comerciales del Estado, un Cuerpo de la Administración vinculado al Ministerio de Comercio creado en 1930, cuyas convocatorias habían sido irregulares durante cierto tiempo, pero que, desde 1951 se habían normalizado. Para acceder a él había que acreditar la licenciatura en Derecho –era el caso de Ángel Rojo– la licenciatura en Ciencias Económicas, desde 1951, o los títulos de Intendente Mercantil o Actuario de Seguros entonces existentes.

El programa de las oposiciones tenía un contenido predominantemente económico, y en su preparación tuvo Ángel Rojo su primer contacto serio con la economía, una asignatura que no le había atraído especialmente al cursarla en Derecho, y a la que dedicaría después buena parte de su vida.

En la preparación de las oposiciones Ángel Rojo demostró, una vez más, su manera de ser, ya que, además de aplicarse al aprendizaje de los temas disponibles, estudió muy a fondo las diferentes materias haciendo, en la práctica, las principales asignaturas de la licenciatura en Ciencias Económicas, que, más tarde, cursaría oficialmente en la Universidad Complutense –Licenciado en 1961 y Doctor en 1963– la misma en la que, en 1955, se había licenciado en Derecho. Y digo “a fondo” porque su estudio incluyó las obras de los principales economistas clásicos –Smith, Ricardo y Stuart Mill–, y también de críticos como Marx y Keynes, en el que llegó a ser un experto como demuestran sus obras posteriores. Es decir, estudió la oposición, con gran interés no sólo por aprobarla, sino, sobre todo, por saber, como hacía con cuanto caía en sus manos. La Teoría Económica en particular, pero también la Política y la Estructura Económicas fueron objeto de su atención. De esta manera, y como complemento al Derecho, empezó a dar relevancia a la Economía, el campo en el que llegaría a ser un auténtico maestro, como se refleja en la calidad de muchos de sus alumnos y en el reconocimiento general. Ángel Rojo entró en el Ministerio de Comercio, con el número uno, en la promoción de Técnicos Comerciales del Estado de 1957.

Conviene, también, recordar aquel momento desde el punto de vista del propio Departamento, separado del de Industria en 1951. El primer ministro de Comercio en la nueva etapa, fue Manuel Arburúa, que procedía del Banco Exterior de España, y tenía experiencia bancaria, sobre comercio y pagos internacionales, adquirida en el Centro de Contratación de Moneda. Un ministro que era una novedad respecto de sus antecesores, en general más próximos a Industria, e, incluso al Instituto Nacional de Industria (INI). Los ministros de Comercio, desde Arburúa, han tenido, en general, una visión mucho menos proteccionista que los anteriores sobre las relaciones comerciales y financieras internacionales.

El cambio de tendencia se confirmó, precisamente en 1957, con el nombramiento como ministro de Comercio de Alberto Ullastres, catedrático de Economía Política y Hacienda Pública, y buen conocedor de la Historia Económica Mundial y de España, asignatura que impartía en la nueva Facultad de Ciencias Económicas.

Alberto Ullastres entró en el Gobierno al mismo tiempo que Mariano Navarro en Hacienda. Navarro procedía del campo del Derecho y ambos eran partidarios de ir eliminando las diferencias que caracterizaban a España, sobre todo en lo económico, respecto de los países de nuestro entorno. Hicieron un gran trabajo para acercar nuestra política económica a la de los países occidentales vencedores en la segunda guerra mundial. Embarcados en los problemas de la reconstrucción y de la futura organización de la economía mundial, basaron su actuación en la apertura económica –muy necesaria, después del periodo de entreguerras (1918/1939)– y en la cooperación entre los Estados en unos Organismo de nueva creación, en particular el Fondo Monetario y el Banco Mundial (1944) y el Acuerdo General sobre Aranceles y Comercio (GATT) (1949), predecesor de la actual Organización Mundial del Comercio (OMC) cuya creación se retrasó hasta 1994.

La participación en esta tarea, de la que había sido excluida España por Resolución de la Asamblea de Naciones Unidas en 1946, exigía cambios importantes en España que, entre otras cosas, requerían bastante tiempo.

Esto ayuda a explicar que hasta 1959 no se dispusiera de un Plan completo susceptible de negociar su apoyo, indispensable, por parte de los Organismos Internacionales, en los que no participábamos. Entonces se inició el camino con un paso significativo para la modernización, si se prefiere la puesta al día, de la economía española.

El Ministerio de Comercio estaba dispuesto a volcarse en esta tarea. Por ello, a lo largo de la década de los años cincuenta se esforzó en ir eliminando restricciones –empezando por la cartilla de abastecimientos–. En el Ministerio se administraba uno de los bienes, a la vez más escasos y más necesarios, –las divisas–. Sus funcionarios habían podido comprobar, en la práctica, los inconvenientes de un sistema ultraproteccionista. Los Técnicos Comerciales del Estado, en particular, en abrumadora mayoría eran partidarios de cambiar el camino que había seguido la economía española. Un camino que no había iniciado el franquismo; aunque por razones, internas y también externas, había contribuido a agravar la situación. En efecto, décadas antes de la guerra civil, se había registrado frecuentemente en España un exceso de los gastos sobre los ingresos públicos que producía inflación, déficit exterior creciente, y depreciación de la peseta y, en definitiva, aislamiento. La protección excesiva arancelaria y no arancelaria, dificultaba –impedía– participar en la cooperación internacional y la reciente intervención en la economía nos alejaban de los mercados.

El Cuerpo de Técnicos Comerciales del Estado, estaba dispuesto a ayudar en la tarea del cambio, cuando políticamente fuera posible. Esta posición, se vio reforzada, sin duda, en los años cincuenta con la entrada de economistas formados en la nueva Facultad y, más aún, desde 1957, año en que coinciden las incorporaciones al Ministerio de Alberto Ullastres, y de la promoción de Técnicos Comerciales del Estado, encabezada por Ángel Rojo. Una serie de circunstancias –entre ellas la personalidad del nuevo ministro y la disponibilidad de un equipo de funcionarios adecuado– hicieron que al Ministerio de Comercio le correspondiese el papel de un Ministerio de Economía entonces inexistente. El Ministerio contaba, además, con el IEME que presidido por el ministro se ocupaba de la intervención del tipo de cambio y de las operaciones con el exterior, y se

encargaba, por tanto, de aplicar la política monetaria exterior decidida por el Gobierno. La coordinación entre los ministerios y, en particular entre los de Hacienda y Comercio, con las aportaciones indispensables del Banco de España y del IEME, comenzaron entonces. Con funcionarios que hablaban un mismo lenguaje, convencidos de que la coordinación de las políticas económicas, además de la necesaria liberalización, eran condiciones para sintonizar con el mundo económico y su nueva organización. Se trataba de romper el aislamiento y entrar en el juego de los demás países. El objetivo era apasionante y el momento también. Y ahí es donde se produce, como ha quedado dicho, la aparición de Ángel Rojo en el Ministerio.

Para seguir el nuevo camino había que adoptar reformas drásticas. *Inflación, protección e intervención*, tenían que ser sustituidas por *estabilidad, apertura, y mayor utilización del mercado*. Ello permitiría nuestra incorporación a los organismos económicos internacionales, y así cooperar con los restantes países en la obtención de objetivos comunes que, difícilmente, podrían ser logrados desde el aislamiento.

En esta tarea los funcionarios aportaron lo que tenían y, a nadie puede extrañar que Ángel Rojo aportara mucho, por sus cualidades, sus conocimientos y su capacidad de trabajo. Fue destinado al Servicio de Estudios –cuya jefatura ostentaba Enrique Fuentes– integrado en la Secretaría General Técnica. Lo habían solicitado los primeros números de la nueva promoción, algo sin precedentes en anteriores incorporaciones. Estaba encargada de coordinar los trabajos preparatorios de lo que, más tarde fue el Plan de Estabilización (1959), y de respaldar al Departamento con multitud de informes y también a otros Departamentos de la Administración, de lo que se pretendía hacer, y de las razones de lo que ya se estaba haciendo, y de sus efectos. También al público en general, con trabajos que se publicaban en Información Comercial Española –generalmente sin firma en aquellos tiempos–. La Revista Mensual, adquirió un prestigio, como nunca había tenido, y el Boletín Semanal fue completando su tarea tradicional dar publicidad a las licencias de importación y de exportación que se autorizaban y empezó a abordar temas de mayor calado para colaborar en la creación del clima necesario para la aceptación del “cambio”.

La contribución de Ángel Rojo a esta tarea fue sencillamente enorme, tanto por el número y la calidad de los Informes internos, como en las publicaciones sobre los nuevos enfoques de la política económica y de la política comercial. Todo encajaba muy bien: Ángel Rojo era una persona preocupada por lo que pudiéramos llamar la modernización de la política económica, y, en general de la vida en España, y el Ministerio de Comercio, entonces tenía una preocupación similar.

Participó, además en la preparación de las negociaciones con el Fondo Monetario y con la OECE, incluso en numerosas reuniones con las Misiones que nos visitaron para la elaboración del Plan de Estabilización. Recuerdo el respeto y la admiración que sentían por él economistas de la OECE, de la talla de Milton Gilbert o Raymond Bertrand y del FMI como Gabriel Ferras, jefe del Departamento Europeo y Ugo Sacchetti, del Departamento de Restricción de Cambios, que destacaban la aportación de Ángel Rojo, a pesar de su juventud.

En el Ministerio se pensaba siempre en el futuro. En 1957 se firmó el Tratado de Roma que consolidó la integración europea que, más tarde, sería Unión Europea. Entonces hablar de la integración de España era ciencia ficción. Se empezó a pensar, para el futuro, en la posibilidad de un Acuerdo Comercial, como primera aproximación. Ante la eventualidad de que éste pudiera ser el camino en su día, algunos funcionarios fueron enviados a sondear los posibles obstáculos –en particular en el terreno agrícola– que podían surgir sobre todo, por parte de Francia e Italia. Ángel Rojo fue enviado a este último país y sus informes también contribuyeron a iluminar un camino que terminó con la firma del Acuerdo Preferencial en 1970.

Quisiera destacar entre las contribuciones de Ángel Rojo al Ministerio, la labor de coordinación con otros ministerios y departamentos, y muy concretamente con el Banco de España, que le permitieron conocer y colaborar con Juan Sardá. Y, además, contribuir a que el Banco de España y el Instituto Español de Moneda Extranjera (IEME) pasaran de ser organismos casi desconocidos –a pesar de estar instalados en el mismo edificio– a



informarse de manera creciente. Así comenzó un proceso que condujo a su fusión en 1975 en un único organismo, el Banco de España, como ocurre en todos los países.

Es curioso recordar que en este terreno de la coordinación entre organismos había que comenzar por la propia casa. Quiero decir que aunque el IEME, desde su creación, estuvo vinculado al Ministerio de Comercio, y el ministro era su presidente, las comunicaciones, a otros niveles eran más bien escasas. El régimen político, durante aquellos años era poco transparente. Muchas cosas no se publicaban, y eso ocurría con las cuentas exteriores del país, dominados, además, por criterios de confidencialidad que han acompañado a los datos financieros y que han practicado, hasta hace no muchos años, incluso organismos internacionales. Cuando la Secretaría General Técnica de Comercio recibió el encargo de coordinar la preparación de las medidas del futuro Plan de Estabilización, y de las correspondientes medidas complementarias, lo primero que quedó claro es que las cifras que poseía el IEME debían ser conocidas y utilizadas como base para proponer medidas y estimar sus posibles efectos. Pero el IEME no proporcionaba estas cifras. Recordemos que la Balanza de Pagos de España se había elaborado para los años 1931-1934, y se había publicado tan sólo para el primero de dichos ejercicios. Y que no se había vuelto a publicar. En el marco de los trabajos para la preparación del Plan de 1959, Ángel Rojo y Félix Varela fueron encargados de elaborar las balanzas correspondientes a los años 1953 y siguientes, algo que se había intentado aproximar cuando se elaboró la Contabilidad Nacional de España, para 1954-56, que utilizaron y completaron los funcionarios eludidos, con datos del IEME y de otras fuentes que permitieron incluir novedades derivadas de los Acuerdos entre España y Estados Unidos (1953); créditos del Export-Import Bank, etc. Todo ello fue publicándose en ICE. El resultado, las primeras balanzas de pagos de la economía española (1953-1958) desde la República, que, después se han ido adaptando a las exigencias de los organismos internacionales, sobre todo del Fondo Monetario. En esta tarea, intervinieron los técnicos comerciales antes mencionados salvo sus respectivas ausencias cuando realizaron Cursos de Posgrado en la Lon-



don School of Economics, Félix Varela en 1960-1961 y Ángel Rojo en 1961-1962.

Además, de todo lo anterior estos contactos, y actividades, junto con la docencia en la Cátedra, de Ángel Rojo –en la que no debo entrar aquí–, iniciaron el proceso que, en 1971, le situó en la Dirección del Servicio de Estudios del Banco de España, que, en el periodo al que nos referimos, desempeñaba Juan Sardá.

Los años de Ángel Rojo, en activo, en el Ministerio de Comercio fueron nueve. De 1957 a 1966, cuando solicitó la excedencia, para dedicarse, con exclusividad, a la Cátedra de Teoría Económica que había obtenido en la Universidad Complutense.

Su labor de asesoramiento permanente a la Secretaría General Técnica de Comercio, y al propio ministro; su participación en reuniones, con otras secretarías técnicas y direcciones generales de otros ministerios y, por supuesto, su cooperación en el marco de la Secretaría General Técnica de Comercio con el Banco de España y el inicio de la coordinación entre el IEME y el Banco de España tuvieron, todos ellos, un desarrollo notable desde que Ángel Rojo se incorporó al Ministerio de Comercio.

Desde la perspectiva del propio Ángel Rojo tengo pocas dudas de que sus años en el Ministerio de Comercio sirvieron para completar su preparación, le reafirmaron en sus convicciones, le granjearon el respeto y la amistad de personas importantes en España y en el extranjero, y, en suma, le prepararon para, que desde otros puestos particularmente en el Banco de España –y en la cátedra– llegara a prestar grandes servicios a la modernización de la economía y de la política monetaria, y a la mejora de las enseñanzas de Economía, sobre todo, pero no únicamente, de Teoría Económica. Los dos campos en los que, entre otros muchos, ha destacado más y en los que ha influido notablemente hasta su desaparición. Espero y deseo que su ejemplo y sus enseñanzas no dejen de estar presente en el futuro.



## LUIS ÁNGEL ROJO EN LA UNIVERSIDAD

*Julio Segura*

Tuve la fortuna de tener a Ángel Rojo en el curso 1962-1963 como profesor cuando impartió su primer curso teórico completo de Teoría Económica III (macroeconomía), en el tercer año de la licenciatura en el viejo caserón de San Bernardo. Ya tenía una experiencia significativa como Técnico Comercial del Estado, destinado desde 1957 en el Servicio de Estudios de la Secretaría General Técnica del Ministerio de Comercio, y desde 1958 colaboraba en la cátedra que posteriormente ocuparía. Había vuelto hacía poco menos de un año de una estancia de casi un curso como *Research Student* en la London School of Economics que, entre otras cosas, le había permitido acabar su tesis doctoral sobre el modelo Heckscher-Ohlin.

En aquella época, contados profesores impartían asignaturas cuyos contenidos fueran homologables a los de las asignaturas equivalentes de las universidades extranjeras, no ya prestigiosas, sino de calidad media. Por una parte, de las 30 asignaturas de que constaba la licenciatura solo siete pertenecían al corazón analítico de la economía y no menos de ocho ni siquiera existían en otras facultades de economía del mundo occidental. Por otra parte, el propio contenido de algunas de las escasas materias troncales tenía poco que ver con el de otros centros universitarios. A mayor abundamiento, en ninguna materia se leían artículos, originales o traducidos, y pocas contaban con un libro de texto homologable internacionalmente.

En estas precarias condiciones, la aparición de Ángel Rojo fue una bendición. El formato de la asignatura iniciada en 1962-1963 varió muy poco en los primeros años, aunque significativamente más tarde, como comentaré. Una primera parte de teoría de la oferta monetaria, articulada en torno a tres cuadernillos de “apuntes”, seguida del grueso del curso,

dedicado al modelo básico de determinación de la renta de equilibrio, que pronto se apoyó en el texto *Teoría macroeconómica* de Gardner Ackley, un prestigioso profesor de Michigan, miembro del *Council of Economic Advisers* del presidente Kennedy y presidente del mismo bajo el mandato de Johnson, el libro de referencia de macroeconomía para estudios *undergraduate* en los EE UU desde su aparición en 1961. La razón de ser de los cuadernillos, que poco gustaban a Ángel Rojo, era clara: la oferta monetaria era un área relativamente descuidada en los libros de macroeconomía al uso, orientados a versiones más o menos completas del modelo keynesiano de determinación de la renta en el que la oferta monetaria era un dato exógeno.

Pero el curso tenía mucho más valor añadido que el hecho de completar con el análisis de la oferta monetaria el modelo de determinación de la renta keynesiano. Por una parte, había un bloque dedicado a la definición y relaciones entre variables macroeconómicas que introducía el análisis de los flujos financieros, lo que implicaba que en la discusión de las funciones agregadas jugaba un papel destacable la riqueza privada<sup>1</sup>. Por otra parte, Ángel recomendaba algunas lecturas originales y, muy en particular, la de la obra de Keynes, que explicaba parcialmente en sus clases. Además, la preparación de las clases era impecable –luego llegamos a saber que, con frecuencia, las escribía previamente– y cada una estaba diseñada como una conferencia autocontenida. En su faceta docente Rojo fue un profesor excepcional: sus clases eran lecciones magistrales muy articuladas que exigían, para ser aprovechadas incluso en el modesto porcentaje en que sus alumnos éramos capaces de hacerlo, una reflexión posterior del oyente. Me temo que el nivel de Ángel como profesor superaba con mucho al de sus mejores alumnos como discípulos, de forma que la tasa de supervivencia de éstos era modesta, aunque quien lograba superar el escollo había adquirido unas sólidas bases de análisis macroeconómico que le permitían dar el salto a universidades anglosajonas de primera línea para

---

<sup>1</sup> En el trabajo introductorio de Carlos Sebastián se explican con detalle estos aspectos cuando se comenta el libro *Renta, precios y balanza de pagos* (Alianza editorial, 1975).

cursar estudios de posgrado sin sufrir en la comparación con los alumnos autóctonos, lo que no sucedía en otras materias.

En resumen, Ángel Rojo, en aquellos años iniciales, era uno de los escasos profesores que enseñaba lo mismo que en las universidades extranjeras más prestigiosas. Y, por primera vez, el alumno descubría que la teoría macroeconómica tenía que ver con el mundo real, con problemas de renta, desempleo, inflación, crecimiento, riqueza; y que estos problemas solo podían tratarse en un marco analítico riguroso para lo que resultaba imprescindible un aceptable grado de formalización.

Para dar una idea del avance que supuso Rojo y que mis palabras no son las de un alumno agradecido, creo que es ilustrativa una anécdota que demuestra el grado de esquizofrenia a que nos podían llegar a someter sus clases. En el mismo curso de tercero, en otra asignatura, un catedrático explicaba también la teoría keynesiana. En realidad lo que él había *entendido* de la misma. En su examen final, ante la pregunta “¿Qué efectos tiene en una economía abierta la subida del tipo de interés?”, la contestación *correcta*, es decir que la que conducía al aprobado, era: “La subida del tipo de interés hace disminuir la inversión y, para que se mantenga el nivel de renta, habrá que expandir el consumo o aumentar la aportación exterior al PIB”. Claro, si uno contestaba esto a la misma pregunta en el examen de Rojo tenía garantizado el suspenso. Así que la vida de los alumnos de Rojo también tenía sus dificultades.

Obtuvo en poco tiempo, en 1966, la Cátedra de Teoría Económica III de la Universidad Complutense en unas muy brillantes oposiciones y en 1968 solicitó la situación de excedencia como Técnico Comercial del Estado y se dedicó en exclusiva a la universidad hasta su ida al Banco de España como director de Estudios en 1971.

La actividad docente de Ángel Rojo excedía con mucho a su papel como profesor de macroeconomía en tercer curso. Pondré tan solo algunos ejemplos de ello, los que me parecen más significativos, para no alargar excesivamente este texto.

En primer lugar, puso en marcha en 1963-1964 un seminario para alumnos que habían superado con suficiencia su asignatura. El seminario consistía en la exposición individual por parte de los alumnos de las distintas funciones keynesianas (consumo, inversión, demanda de dinero). Tuve la suerte de participar en la primera edición del seminario y Rojo me asignó el tema de la demanda de consumo postkeynesiana, para lo que me facilitó el capítulo correspondiente de lo que poco más tarde sería su libro *Keynes y el pensamiento macroeconómico actual* (Tecnos, 1965) advirtiéndome que lo que tenía que hacer era trabajar los artículos originales citados en su texto –que solo me lo facilitaba como esquema de ordenación de los temas– y que su valoración de mi trabajo sería pésima si me limitaba a resumir lo que él había escrito. Recuerdo una exposición de más de hora y media por la que desfilaron la renta permanente, la teoría del ciclo vital, la riqueza, la liquidez... como determinantes del consumo, la diferencia entre consumo corriente y de bienes duraderos. Y la correspondiente lectura de más de una docena de artículos originales, los primeros que leía en mi vida<sup>2</sup>.

En segundo lugar, Ángel puso en marcha en el curso 1965-1966, junto con Enrique Fuentes y Manuel Varela que yo recuerde, un doctorado en el que los alumnos leíamos libros y artículos seleccionados de historia y política monetaria, economía pública y economía internacional, los exponíamos y realizábamos ensayos que eran comentados y criticados por los profesores. Por allí pasaron los alumnos más destacados de las promociones de 1965, 1966 y 1967 no solo de Madrid. El doctorado duró pocas ediciones: la calidad de la oferta era tan alta en relación a la demanda potencial que no hubo posible equilibrio.

En tercer lugar, Ángel creó y logró poner en marcha un muy ambicioso proyecto pedagógico que, de haber tenido continuidad, habría cambiado radicalmente el contenido de los planes de estudio y la calidad media de los

---

<sup>2</sup> Así comprendí la lacónica y sorprendente afirmación de Ángel cuando fue preguntado por una compañera de curso sobre qué deberíamos hacer y leer para mejorar nuestra formación como economistas: “Estudiar inglés”.

licenciados en economía por Madrid. Como he señalado, Rojo había pedido la excedencia en el Ministerio y desde 1968 se dedicaba en exclusiva a la universidad, lo que le permitió dedicar mucho tiempo a diseñar, convencer a las autoridades académicas e iniciar nuevo sistema de selección del alumnado, aprovechando la oportunidad del nuevo plan de estudios. Frente a un número de alumnos que cada año iniciaban sus estudios de licenciatura que se acercaba a los mil<sup>3</sup> y que contaban únicamente con dos grupos teóricos, logró que el rectorado aceptara implantar una política selectiva basada en la calidad del alumnado y limitar la matrícula *solo* a 600, elegidos en función de sus calificaciones previas. En estas condiciones, Ángel Rojo asumió la responsabilidad de encargarse personalmente de su formación básica en teoría económica tanto en primer curso (Introducción a la Economía) como en el segundo (Macroeconomía, la antigua Teoría III). Este plan se aplicó por primera –y única– vez en el curso 1969-1970.

Ángel tuvo la generosidad, y la osadía, de encargarme el otro grupo de Introducción a la Economía y nos pasamos parte del curso anterior y el verano previo a su comienzo preparando un nuevo programa de la asignatura, que había diseñado Ángel, y que resultaba revolucionario. Comenzaba con unas clases dedicadas a la historia del comercio –de la autarquía a la división del trabajo, revoluciones técnicas, empezando por la verde del neolítico y acabando en la industrial, especialización, intercambio, rutas comerciales, ciudades...–, seguía con una descripción del sistema económico al estilo de *La estructura de la economía* de Hicks y el grueso se dedicaba a la *Introducción a la economía* de R. G. Lipsey, precedida de una discusión sobre la metodología de la economía y sus características científicas. No recuerdo haber trabajado tanto en la preparación de una asignatura ni he vuelto a disfrutar más dando clase que en aquel año.

El plan se vio ampliado, por una afortunada casualidad, en su cobertura de materias porque al obtener aquel año la cátedra de Teoría Económica

---

<sup>3</sup> Conviene recordar que en los años de que hablo, la única licenciatura existente era de Economía, que incluía lo que ahora es Economía y Economía de la Empresa. La diferenciación entre ambas ramas –más una actuarial– se producía sólo en el último quinto curso.

II, la Microeconomía de segundo curso se incluyó en el bloque docente señalado. Del grupo inicial de primer curso pasaron a segundo unos 200 alumnos a los que Ángel y yo mismo impartimos Macro y Microeconomía respectivamente. Se puso en marcha un sistema de tutorías semanales en grupos de 10 alumnos, que sustituían a las obsoletas “prácticas” masivas, en las que los estudiantes tenían que comentar lecturas de artículos originales –los profesores asumían gratuitamente el servicio de traducción del inglés–, clases que, con frecuencia, se daban en casa de los profesores. La promoción hizo huelga a lo largo de buena parte de su cuarto año de estudios y tanto Ángel como otros profesores buscamos procedimientos para que su formación no sufriera excesivamente. En mi caso, recuerdo que un día a la semana, después de cenar, en el Colegio Mayor de Brasil, les expliqué el texto de Econometría de Johnstone.

En cuarto y último lugar, por no hacer la lista interminable, Ángel Rojo organizó para alumnos destacados de la promoción comentada, en el verano de su segundo año, un trabajo de campo, en el que colaboraron también creo recordar que Enrique Fuentes y Víctor Pérez Díaz entre otros, en el pueblo natal del primero, Carrión de los Condes.

No puede extrañar, pensando en la época, que un experimento tan sensato y basado en el mérito fue abortado para el curso siguiente, en parte porque su creador y mantenedor aceptó la Dirección de Estudios del Banco de España, pasó a tener dedicación parcial en la universidad, y sin el prestigio y empuje de Ángel los demás no fuimos capaces de mantener la iniciativa, pero sobre todo porque las fuerzas vivas universitarias lograron impedir la repetición del modesto principio de selección de alumnado a la entrada que el plan requería para su éxito.

Y que tuvo éxito no puede dudarse: la única promoción que se benefició del plan, siendo de tamaño muy reducido en términos relativos, cuenta entre sus miembros no menos de ocho catedráticos de universidad, a los actuales subgobernador y director de estudios del Banco de España y a un largo elenco de distinguidos profesionales.



Pero además de ser un profesor excepcional y un innovador docente, Ángel supuso un continuo incentivo y permanente apoyo para sus alumnos con inquietudes académicas. Por una parte, fomentó y facilitó su salida al extranjero para cursar estudios de posgrado e iniciarse en la investigación en prestigiosas universidades del mundo anglosajón de la época como Essex, la London School of Economics o la Universidad de Minnesota. Por otra, hizo también una apuesta decidida y arriesgada por alumnos muy jóvenes en los inicios de su carrera académica. El primer ejemplo el mío, ya que Ángel me ofreció tras un solo curso impartiendo prácticas de Macroeconomía, dar uno de los tres grupos teóricos de la asignatura y a Luis Martí el otro. Luis era un muy competente Técnico Comercial del Estado, me imagino que de edad parecida a la de Rojo y, por tanto, con muchos mejores fundamentos que yo, y en la cátedra había otras personas con un perfil semejante o pertenecientes al Servicios de Estudios del Banco de España. Pero Ángel hizo la apuesta arriesgada de ofrecerme el grupo a mí, yo cometí la osadía de aceptarlo, y así se empezó a escribir mi historia docente.

No me resisto a comentar una última aportación de Ángel Rojo en la universidad para tratar de mejorar el plan de estudios de Economía, cuando ya llevaba tiempo dedicado prioritariamente a su trabajo en el Banco de España, a finales de la década de los años 70 del pasado siglo. Aceptó formar parte de una restringida comisión de catedráticos para generar las directrices de un nuevo plan que adaptase el de 1970 a los nuevos tiempos. La comisión no trató de inventar la pólvora y sus miembros nos basamos en los planes de estudio de las universidades extranjeras más prestigiosas: cuatro o cinco asignaturas por curso en vez de siete, lo que permitiría un tipo de enseñanza más basada en el esfuerzo personal del alumno y su apoyo tutorial directo, acompañado de cierta optatividad que permitiera, por una parte, introducir algo de flexibilidad curricular decidida por el propio alumno y, por otra, sobrevivir a materias inexistentes en las universidades de referencia en el mundo. La propuesta fue aprobada por unanimidad y se encargó a la misma comisión que la plasmase en un plan de estudios concreto.

Quienes aprobaron la propuesta no debieron darse cuenta de que frente a las 30 asignaturas del plan antiguo el nuevo sólo incluía 20 o 25, de forma que había que eliminar la obligatoriedad de varias materias... y nadie quería que su asignatura fuera optativa. Conclusión: el plan nuevo cosechó un rechazo tan unánime y entusiasta como había concitado la aprobación de sus principios un mes antes, y como resultaba imposible convertir 30 en 20 se siguió con el plan antiguo. Aquí se produjo el fin de la participación de Ángel en temas de planes de estudio.

No querría terminar esta breve enumeración de los méritos universitarios de Rojo sin destacar dos iniciativas de gran calado que, aunque no directamente vinculadas a su magisterio, se sitúan en la intersección entre sus facetas académicas y de banquero central.

La primera y principal, en 1988 el Banco de España creó el Centro de Estudios Monetarios y Financieros (CEMFI)<sup>4</sup>, una institución diseñada inicialmente para proporcionar formación de posgrado en economía y métodos cuantitativos a recién licenciados brillantes que nutrieran el Servicio de Estudios del Banco de España o que desearan seguir una carrera académica. Al cabo de pocos años, la calidad de la enseñanza y su reconocimiento interno e internacional condujeron a que dos tercios de los alumnos siguieran carrera profesional en el sector privado y el otro tercio se repartiera entre la administración pública y la investigación. En estos momentos, el CEMFI es, sin lugar a dudas, el centro de docencia e investigación de posgrado más prestigioso del país, ampliamente reconocido en el extranjero y cuyos más de 450 exalumnos han elevado considerablemente la calidad de la profesión. El proyecto fue de Ángel Rojo y, a lo largo de sus primeros doce años, fue su elemento catalizador primero en el proceso de consolidación y, posteriormente, de expansión.

Además, hace ahora 25 años promovió la constitución de la Fundación de Estudios de Economía Aplicada (FEDEA) de patrocinio mixto; un

---

<sup>4</sup> Consultar el trabajo de Samuel Bentolila en este libro para un análisis detallado tanto del CEMFI como de FEDEA.

centro de investigación de calidad muy apreciable que, en fechas recientes, ha comenzado a jugar un papel destacado como *think tank* económico, elevando el nivel del debate económico en nuestro país a través de sus propuestas de reformas estructurales.

\*\*\*

Se ha dicho con frecuencia que Ángel fue quien introdujo y asentó el pensamiento keynesiano en España, tanto en sus clases de licenciatura como en el seminario para alumnos avanzados ya comentado. Esto es en parte cierto, como creo se deduce de lo dicho hasta aquí, pero, con frecuencia, ha sido una simplificación interesada, sobre todo a partir del momento en que el calificativo 'keynesiano' se convirtió en un arma arrojadiza en el debate económico.

Ángel asentó el pensamiento keynesiano en España, pero también fue el introductor de muchas otras piezas, escuelas y temas de economía. Bastará recordar dos libros de lecturas: *La teoría económica del crecimiento* (Gredos, 1966) en el que se pasaba revista a teorías del crecimiento que iban desde el prekeynesianismo hasta las orientaciones neoclásicas más recientes y *El nuevo monetarismo* (Instituto de Estudios Fiscales, 1970), donde solo dos años después de que viera luz el artículo seminal de Friedman sobre el papel de la política monetaria, se incluían los trabajos originales de un conjunto de autores que cabría calificar de 'antikeynesianos'.

Pero quizá donde mejor se pueda comprobar el sensato agnosticismo de Ángel es en su libro citado de 1975 que, además, ha sido utilizado como texto por muchas generaciones de economistas de este país. El papel concedido en su texto al análisis de fondos-flujos, a las relaciones entre política monetaria y política fiscal, a los mecanismos de transmisión, le alejan de las versiones estándar del keynesianismo simplificado e implican la aceptación de muchos puntos de vista sostenidos por el monetarismo más sofisticado. Lo que no hizo Ángel nunca fue caer en versiones acrílicas de enfoques vulgarizados como pudieron ser, a partir de ciertos momentos, el modelo IS-LM o el monetarismo primitivo.

Es por tanto cierto que Ángel fue quien consolidó el análisis keynesiano en España, pero también fue el introductor del monetarismo en el país, es decir, de *toda* la macroeconomía moderna a lo largo de tres décadas.

Pero su magisterio, al menos para alumnos avanzados de seminario y doctorado, así como en algunas de sus publicaciones, no se circunscribió al análisis macroeconómico contemporáneo. También introdujo a la lectura de Popper y el debate sobre metodología en la economía, sobre su estatus epistemológico, la polémica Friedman-Samuelson, etc. Y transmitió a sus alumnos de doctorado, aparte de una profunda visión crítica de la historia de la política monetaria, un análisis riguroso de la teoría del valor en Marx, del institucionalismo americano y de la escuela histórica alemana. Sus raíces culturales económicas y sus intereses eran mucho más amplios e incluían, como puede verse, ortodoxos y heterodoxos.

\*\*\*

Lo dicho hasta aquí demuestra la tremenda influencia de Ángel, porque su actividad universitaria más intensa se concentró en una década escasa, entre el curso 1962-1963 y su incorporación al Banco de España en 1971. Su docencia se prolongó solo hasta 1984, año en que la aplicación de la ley de incompatibilidades le obligó a abandonar la universidad<sup>5</sup>, pero su influencia sigue estando presente en la profesión y los profesionales de la economía hoy día, tres décadas más tarde. Baste recordar que su libro *Renta, precios y balanza de pagos* ha sido el texto de referencia de macroeconomía en España durante muchos años o que su artículo “Desempleo y factores reales” de 1981, sigue siendo la mejor lectura de referencia para entender las crisis de la década de los años 70 del s. XX.

No me resisto a insistir en lo que la aplicación de la ley de incompatibilidades supuso de empobrecimiento, en este caso para la Facultad de Economía de la Complutense. Una ley de incompatibilidades que impedía

---

<sup>5</sup> A la que volvió a incorporarse por un corto espacio de tiempo cuando terminó su mandato como Gobernador del Banco de España en 2000.

impartir clases, incluso a título gratuito, a un Director de Estudios del Banco de España, con el argumento de que se trataba de una institución pública, pero no afectaba al presidente de un banco privado. Cualquier universidad extranjera de calidad habría hecho lo imposible para lograr que quien dirigía el centro de estudios e investigación más prestigioso del país y estaba diseñando la nueva política monetaria del mismo pudiera enseñar en sus aulas, pero aquí ocurrió al revés.

No es difícil concluir de esta sucinta descripción de algunas de las aportaciones de Ángel Rojo en su faceta de profesor universitario dos características de la misma. La primera, coronada por el éxito y enormemente positiva, la modernización de los estudios de macroeconomía en España y la formación de dos décadas de promociones de estudiantes de economía cuya primera decena era de calidad homologable en teoría macroeconómica a la de las mejores universidades anglosajonas. La segunda característica, sus continuados esfuerzos por mejorar el diseño y métodos docentes de los estudios universitarios de economía, racionalizando los criterios de acceso a la facultad y fomentando el trabajo autónomo de los alumnos, todo ello en la década de los 60 del pasado siglo.

Esta segunda faceta de su actividad chocó con frecuencia con el *establishment* académico y no pudo culminar sus proyectos: el experimento descrito de la promoción que inició sus estudios en 1969 duró un año, el innovador doctorado dos o tres, la modificación del plan de estudios no llegó siquiera a nacer. Siempre que se trató de temas que afectaban al reparto de poder universitario en el sentido más mezquino del término, muchos de quienes se deshacían en elogios públicos sobre el profesor Rojo –sobre todo cuando ocupó cargos públicos de prestigio y responsabilidad– se ocuparon de que sus ideas e iniciativas abortaran: mejor la mediocridad generalizada que la competencia por la calidad.

En resumen, como profesor, todos sus alumnos tenemos una deuda impagable con el profesor Rojo por ser un docente riguroso, estricto y exigente, que fue el último de los maestros, en el sentido clásico del término, de la Facultad de Economía de la Universidad Complutense. Por ser el

artífice de la modernización de los estudios de macroeconomía. Por haber fomentado la formación de docenas de alumnos aventajados que hoy ocupan puestos de alta responsabilidad en la administración económica y el sector privado. Por haber ayudado a elevar la calidad de la investigación hasta niveles homologables con los de los países más avanzados de nuestro entorno. Y todos los economistas tenemos otra deuda, porque fue un factor decisivo en el aumento de los niveles de conocimiento e investigación del análisis macroeconómico en España, hasta situarlos en términos homologables internacionalmente.

Muchas gracias profesor Rojo.

# BANCA CENTRAL, MERCADOS Y ESTABILIDAD FINANCIERA: ALGUNAS EXPERIENCIAS DEL BANCO DE ESPAÑA (1977-1990)

*José Pérez<sup>1</sup>*

Los últimos años setenta y la década de los ochenta, lo fueron en gran medida de despliegue de las capacidades operativas del Banco de España como garante del buen funcionamiento de los sistemas de pagos, prestamista de última instancia, supervisor de las entidades bancarias y responsable de la política monetaria. El desarrollo de los mercados monetarios y de deuda pública fue parte significativa de este despliegue.

La amplitud funcional que ello encarnaba se correspondía con la idea del papel de la banca central como salvaguarda de la estabilidad –económica, financiera y de precios– que Ángel Rojo había ido impartiendo con su docencia, al tiempo que era producto de la experiencia y la reflexión práctica a la que él mismo contribuyó en respuesta a los problemas planteados en relación con el control monetario, la financiación de los entonces nacientes déficit públicos, la seguridad de los sistemas de pagos y la solidez y eficiencia del sistema bancario español.

\*\*\*

Como señalara Rojo<sup>2</sup> ante temas candentes entonces, y que lo son de nuevo en la actualidad, “la política monetaria no es independiente de la política de supervisión; y ninguna de las dos puede separarse del

---

<sup>1</sup> Agradezco a Susana Núñez sus valiosas puntualizaciones y sugerencias.

<sup>2</sup> Intervención en la Conferencia Internacional de Economía Internacional y Finanzas, publicada en el Boletín Económico del Banco de España de mayo de 1994.

funcionamiento del sistema de pagos. Los mercados monetarios y las instituciones bancarias son cauces fundamentales para la transmisión de los impulsos monetarios, y la estabilidad del sistema financiero es un requisito previo no solo para la ejecución de la política monetaria, sino también para los objetivos mismos de la estabilidad de los precios y de la economía. Sin duda, pueden existir conflictos, de vez en cuando, entre la política monetaria y las políticas de supervisión o de estabilidad financiera. Ahora bien, para resolver estos problemas, el banco central debe de ser parte de la solución, no del problema. Los bancos desempeñan un papel dominante en los sistemas de pagos y créditos; al mismo tiempo, son entidades especialmente vulnerables a las pérdidas de confianza. Su supervisión por el banco central, y la vigilancia y respaldo del buen funcionamiento del sistema de pagos y de los mercados crediticios que él mismo ha de ejercer, me parecen, en consecuencia, altamente convenientes para que este pueda alcanzar los objetivos generales de estabilidad”. Es más, a la postre, estos eventuales conflictos entre objetivos y políticas de estabilidad financiera y de precios decaen en el medio y largo plazo, siempre que se cuente con una dotación completa de herramientas, acceso amplio a la información, mandatos ordenados y rendiciones de cuentas adecuadas.

En esa interdependencia de tareas que define la amplitud más deseable del alcance de las funciones de un banco central subyacen al final temas de economías de información, eficiencia operativa, funcionamiento ordenado de los mercados y, al lado de ellos, de prevención y mitigación de riesgos sistémicos<sup>3</sup>, que pueden gravar a las economías con tanta o más fuerza que la inflación.

Para el desarrollo de las funciones de salvaguarda de la estabilidad financiera los bancos centrales precisan un conjunto amplio de información. Necesitan, entre otras, información sobre: la calidad y seguridad de las garantías que reciben contra sus facilidades de préstamos; la solvencia de las entidades que reclaman sus apoyos de liquidez; las interconexiones

---

<sup>3</sup> Sean estos con origen en crisis de entidades bancarias individuales o en dislocaciones más amplias de los mercados monetarios y crediticios.



entre las entidades y las de estas con los sistemas de liquidación y los mercados; y en definitiva, sobre el conjunto de riesgos acumulados a lo ancho del sistema financiero, con lo que lleva aparejado de análisis económico y financiero.

Cuando las funciones reseñadas al comienzo de esta nota se desempeñan separadamente, por agencias distintas, se plantean problemas de accesibilidad, participación en la información, procesamiento conjunto de la misma, coordinación de recursos y medios, distribución de los riesgos y, en fin, problemas de solapamientos de los mandatos, cuando no, por el contrario, de agujeros entre ellos. En el desempeño conjunto de dichas funciones existen, por el contrario, economías de alcance del objeto de negocio muy significativas, que derivan particularmente de la información y conocimiento acumulados en el ejercicio de las mismas y del mejor aprovechamiento y disponibilidad de recursos. Con todo, cuando se acumulan funciones, los mandatos habrán de estar siempre adecuadamente definidos y jerarquizados, y las rendiciones de cuentas ser muy precisas, para evitar diluciones de responsabilidad y concentraciones indebidas de poder.

\*\*\*

A lo ya aludido sobre la amplitud de enfoque como banco central, y al convencimiento de que el Banco de España había de ser parte de la solución, se deben en medida muy importante los avances en el desarrollo de los mercados monetarios y de deuda pública operados en nuestro país durante el periodo citado.

A mediados de los años setenta los esquemas de control cuantitativo de la política monetaria ya habían sido delineados y era incipiente su puesta en práctica por el Banco de España. Su aceptación había de resultar sin embargo bastante menos laboriosa que su desarrollo. No habrían de faltar Ministros de Hacienda que encandilasen con un mecano que permitía cambiar las condiciones monetarias y de tipos de interés, y doblegar con ello las tensiones inflacionistas, sin que hubiese de mediar una orden

ministerial ni requerirse más explicación que la relativa a que eran movimientos de los mercados interbancarios, nada enigmáticos<sup>4</sup>.

No obstante, ni la estabilidad de precios ni la estabilidad económica podían ser temas de simple y burda ingeniería social. Como ya subrayara Rojo en tantas ocasiones, para alcanzar la estabilidad en ambos frentes se necesitaban instituciones sólidas, estructuras de mercados adecuadas, enraizamiento de hábitos y políticas sostenibles. En este sentido, como es bien sabido, la didáctica de Ángel Rojo recalcó notablemente los costes y las limitaciones de la política monetaria cuando opera en mercados de factores productivos que adolecen de fuertes rigideces, o cuando lo hace sin una coordinación apropiada con otras políticas como la presupuestaria. Igualmente, nunca dejó de reiterar los problemas de ineficiencia operativa del control monetario cuando sus impulsos no disponen de las instituciones y cauces adecuados para su transmisión.

El caso es que la instrumentación de los nuevos esquemas cuantitativos de control monetario se inició a mediados de los años setenta en un sistema financiero altamente intervenido, con tipos de interés regulados en los activos y pasivos bancarios, con coeficientes obligatorios de inversión que comprometían buena parte de sus carteras de crédito y con una larga tradición de suministro pasivo de liquidez por el banco central. Un sistema carente, por tanto, de mercados interbancarios desarrollados, falta de las más mínimas estructuras de funcionamiento de unos mercados monetarios y de deuda, y desprovisto, en fin, de unos sistemas de pagos mediante grandes transferencias de efectivo y valores necesarios para el desenvolvimiento de estos.

La secuencia del desarrollo de unas estructuras completas de mercados financieros, y de unos sistemas de pagos seguros y eficientes, devenía por ello en algo primordial, tanto para una política monetaria eficaz en el logro de la estabilidad económica y de precios, como para la mejor asignación

---

<sup>4</sup> A este respecto, a diferencia de otros, los tipos de interés aplicados a las operaciones cruzadas entre entidades de crédito ya habían quedado liberalizados a finales de los años sesenta.

del crédito y su contribución correlativa al potencial de crecimiento. Era una labor que requería tiempo, convencimiento claro de los objetivos perseguidos y cierta racionalidad institucional. En lo que entendía como una larga carrera de fondo, Rojo supo administrar y proveer todos estos ingredientes necesarios.

Las cuestiones a debate y decisión fueron desplegándose sucesivamente en ese devenir: ¿Proceder a la liberalización de las operaciones y los tipos de interés sin un desarrollo previo de las infraestructuras de los mercados, o sentar primero éstas como base necesaria de aquélla? ¿Qué estructuras de mercados financieros eran en este caso más deseables y por cuál orden habían de desplegarse? ¿Cómo podía el Banco de España contribuir a su desarrollo del modo que fuera más congruente con sus objetivos y funciones y con la propia construcción de su autonomía? ¿Cómo podía ese despliegue favorecer mejor un sistema bancario más eficiente y competitivo, al tiempo que un sistema financiero más estable? ¿Cuál era la compleción necesaria de los mercados financieros para el mejor desempeño de sus funciones en la ordenación temporal del gasto y en la asignación de recursos? ¿Qué papel habían de tener la mayor seguridad y eficiencia de los sistemas de pagos en todo este proceso? ¿Cómo enriquecer conjuntamente la base de información para la mejor gestión de riesgos y para su vigilancia supervisora?

Cuestiones de este tenor, entre otras, repletaron la agenda de trabajo de tres lustros claves para el desarrollo de las políticas de estabilidad y el desenvolvimiento del sistema financiero español; y en toda ella Ángel Rojo desempeñó un papel muy importante.

\*\*\*

Cuando, en agosto de 1973, se inició en España una práctica activa de la política monetaria, la variable instrumental elegida fue la base monetaria. En las condiciones del sistema financiero antes descritas, esta era la mejor decisión, tanto por cuestiones inmediatas de optimización instrumental, como por motivos de racionalidad sustantiva en el desenvolvimiento de las instituciones. Sin duda, esto último era lo de mayor trascendencia a la larga.

Valga señalar que la elección alternativa a la base monetaria: el tipo de interés como variable instrumental, tenía entonces consecuencias indeseadas sobre la autonomía operativa del Banco de España en la lucha contra la inflación y sobre el desarrollo de los mercados. Conviene reseñar que los tipos aplicados a las operaciones de regulación de la liquidez por el Banco de España estuvieron regulados hasta su liberalización en 1977. En consecuencia, el manejo directo de los tipos de interés hubiera requerido la consulta y decisión del Ministerio de Hacienda, lo cual, además de restar fluidez al control monetario, hubiera retrasado notablemente el proceso hacia la autonomía del Banco de España. Asimismo, cubrir plenamente las necesidades de liquidez de las entidades a un tipo de interés predeterminado hubiera retrasado el desarrollo de los mercados interbancarios, y con ello de los mercados financieros.

Por el contrario, el manejo de la base monetaria dotaba al Banco de cierta autonomía operativa e impulsaba la formación de un mercado interbancario como vía de reasignación de la liquidez necesaria para el cumplimiento del coeficiente legal de caja. El control de la base se operaba inicialmente mediante préstamos del Banco de España al sistema bancario al tipo de interés regulado para ellos. Por motivos de gestión de riesgos, durante un periodo inicial, la cuantía de fondos a inyectar al sistema se distribuía diariamente a ese tipo entre las entidades, en función de sus recursos propios y con independencia de las necesidades individuales de liquidez. Hecha la distribución al comienzo de cada jornada, en el mercado de préstamos interbancarios se redistribuían a continuación los fondos desde unidades excedentarias a deficitarias a tipos libremente estipulados por demandantes y oferentes.

La falta de pulsión operativa de algunas grandes entidades y las graves imperfecciones subsiguientes de este sistema, tanto en la asignación de los fondos como en la formación de precios, condujeron al Banco de España, tan pronto sus tipos de intervención quedaron liberados, a decidir a favor de un sistema de subastas en el que las entidades pujaban en función de sus necesidades y de las expectativas de precios. Resuelta la subasta diaria, el mercado secundario de depósitos en el Banco de España reajustaba oferta y demanda en función de las desviaciones registradas.

Este mercado de préstamos interbancarios funcionó desde el comienzo con una estructura de mercado de búsqueda con negociación telefónica, ya fuera mediante operaciones directas o mediante operaciones intermediadas por un conjunto de mediadores especializados. Esta estructura serviría en gran medida de base para los desarrollos posteriores de los mercados monetarios y de deuda.

La operativa se concentraba en préstamos día a día, o por plazos muy cortos (inferiores a los diez días que marcaba el horizonte decenal de los coeficientes de caja). Ni las bases de información, ni la eficiencia del mercado, ni la seguridad operativa, ni la volatilidad de tipos eran elementos que facilitasen el préstamo a más plazo. Ello pasó a ser una preocupación del Banco, en cuanto que era manifiesta la merma que implicaba en la eficiencia de la transmisión de los impulsos monetarios y en la mejor asignación de fondos.

Con tipos de interés reglamentados para los activos y pasivos bancarios, o liberados tan solo en los plazos más largos, la transmisión de la política monetaria solo podía operar por la vía de la estipulación de otras condiciones y compensaciones distintas del precio; es decir, mediante el racionamiento del crédito y los extratipos (ilegales, por otra parte). La carencia de unas extensiones mínimas de los mercados monetarios, en forma de mercados de papel comercial o de letras de tesoro, acentuaba la escasa profundidad del mercado interbancario y su estrechez, con la volatilidad consiguiente de los tipos y el acortamiento correlativo de los plazos de financiación. Los impulsos, o eran intensos y se transmitían bruscamente, o no llegaban para romper la fuerte inercia de los agregados monetarios y la inflación; la asimetría en la respuesta de las entidades a los impulsos era además enorme, con rezagos muy cortos en las restricciones monetarias y muy dilatados en las expansiones. En cualquiera de los casos, unos mercados crediticios racionados operaban con grandes ineficiencias en la asignación final de los fondos de préstamos.

La cuestión planteada en estos años centrales de la segunda mitad de la década de los setenta era, por tanto, cómo establecer el núcleo sólido

de unos mercados monetarios amplios y profundos que sirvieran de base para la liberalización y desarrollo del sistema financiero. La respuesta se halló curiosamente en unos sistemas de liquidación seguros y eficientes, que proveyeran al mismo tiempo las infraestructuras de información y contratación apropiadas.

\*\*\*

Conviene subrayar que a mediados de esa década el único instrumento de liquidación con valor en el mismo día eran los talones de cuenta corriente en Banco de España. Los préstamos interbancarios se liquidaban consiguientemente cada día contra entrega de talón. Los motoristas que los portaban, bajaban y subían cada mañana por el Paseo de la Castellana. Algunos de ellos tenían por costumbre tomar un tentempié en el Café Comercial de la Glorieta de Bilbao, y pronto descubrieron que podían aumentar su productividad intercambiando los talones a modo de cámara de compensación. A pesar de todo, no era el sistema de liquidación más seguro y eficiente, y obviamente, la información sobre operaciones negociadas en el mercado interbancario había de obtenerse *ad-hoc*.

El Banco de España creó en 1976 el Servicio Telefónico del Mercado de Dinero para la contratación y liquidación de las operaciones de préstamos interbancarios. Se trataba básicamente de un sistema de grandes pagos mediante transferencias ordenadas telefónicamente, con valor en el mismo día. El servicio estaba en gran medida inspirado en el FedWire norteamericano; sin embargo, superaba ampliamente el alcance de este último y no se limitaba a ser estrictamente un sistema de grandes transferencias interbancarias. Con la plataforma de liquidación, el Servicio Telefónico proporcionaba simultáneamente una infraestructura completa de contratación, compensación, anotación registral de las operaciones e información al mercado de precios y volúmenes de las operaciones negociadas<sup>5</sup>. Asimismo, suministraba información al propio organizador y supervisor

---

<sup>5</sup> Clasificadas estas por plazos hasta el vencimiento.

del mercado para evaluar riesgos de contrapartida, refinanciación y liquidez de las entidades de crédito.

El ingenio del sistema consistía en que una vez casadas las operaciones, las dos partes confirmaban al Servicio Telefónico la negociación del préstamo. Con la confirmación, las partes trasladaban al Servicio los datos oportunos: el principal de la operación, la fecha de vencimiento y el importe de la amortización, que aparejaba los intereses correspondientes. Ello implicaba la trasmisión de dos órdenes simultáneas de transferencia: una, por la que el prestamista ordenaba la transferencia del principal, y otra del prestatario, por la que ordenaba la transferencia del principal más los intereses en la fecha del vencimiento; ambas se transmitían, en definitiva, en el momento de la confirmación de la contratación ante el Servicio Telefónico.

A diferencia de esto, en un simple sistema de transferencias de grandes pagos como FedWire o TARGET las órdenes no son simultáneas, ni quedan asociadas en su caso a una operación de préstamo ni requieren consiguientemente confirmación, ya que son sencillamente transmitidas por el ordenante del pago, sea el prestamista en el momento inicial, o el prestatario en el del vencimiento.

Las ventajas del Servicio Telefónico no fueron inocuas en su momento e influyeron notablemente en el desarrollo del mercado. El Banco de España no solo facilitó al efecto un sistema de liquidación seguro y eficiente de operaciones interbancarias. Actuó como organizador del mercado, llegando a regular las entidades mediadoras que actuaban como tales entre las entidades de crédito operantes en el mismo. Proporcionó un estándar normalizado para las operaciones de préstamo interbancario –a modo de un contrato marco– y las invistió de un cierto grado de firmeza, en parte por la cualificación registral de la anotación, y en parte, nada desdeñable, por la labor de vigilancia de los riesgos y la provisión de una segunda ventanilla para la resolución de incidencias al final de la jornada. Dotó al mercado de transparencia informativa, proporcionando la publicidad necesaria. Constituyó integralmente una base de información de los riesgos

abiertos y ejerció su vigilancia. En relación con esto, aún cuando el sistema liquidó inicialmente por netos al final de la jornada, y una vez efectuadas las compensaciones correspondientes, el seguimiento de la preliquidación se hacía en tiempo real y con las simulaciones de cierre oportunas.

Todo ello facilitó gradualmente una mayor anchura del mercado y la incorporación de operadores más activos que le dieran algo más de profundidad; entre ellos los nuevos bancos extranjeros operantes en España y las Sociedades de Mediación en los Mercados de Dinero. Con esto la operativa por plazos fue adquiriendo más volumen, aunque habría que esperar, primero, a cambios de instrumentación del control monetario que redujesen la volatilidad de los tipos<sup>6</sup>; segundo, a un desarrollo eficiente de los mercados de deuda y, tercero, a una mayor estabilidad económica y de precios, para que, igualmente, el alargamiento de los plazos fuera suficientemente significativo.

En lo que concierne al banco central, el desarrollo del Servicio Telefónico favoreció una instrumentación más ordenada y eficiente del control monetario, al tiempo que una provisión puntual y ajustada de liquidez. Efectuadas las operaciones diarias de intervención al comienzo de cada jornada, la información inmediata del mercado permitía una mejor ordenación posterior de los tipos de interés; y el suministro último de una segunda ventanilla facilitaba al final de la jornada la resolución de incidencias en la liquidación final del mercado. Todo ello contra garantías pignoraticias de papel que se verían especialmente facilitadas con el desarrollo posterior de las operaciones con acuerdo de recompra contra deuda pública. La sustitución consiguiente de las vetustas ventanillas de redescuento fue bastante temprana en nuestro país; las garantías eran depositadas en Banco de España y anotada la traba correspondiente.

Por otra parte, la organización del Servicio Telefónico iba a proporcionar al Banco de España una base de información bastante precisa sobre los

---

<sup>6</sup> Entre otras cosas, desplazando gradualmente el control instrumental desde la base monetaria a los tipos de interés de las subastas.



riesgos de refinanciación y contrapartida de las entidades. En este sentido, el Servicio actuaba como una central de riesgos interbancarios que, en buena medida, hace un cuarto de siglo, anticipaba la función de vigilancia de riesgos sistémicos que hoy se quiere asignar a los repositorios de contratación en los mercados de derivados no organizados (OTC)<sup>7</sup>. La información del Servicio y los indicadores consiguientes funcionaron como alerta temprana de las dificultades de las entidades, y sus implicaciones interbancarias, en casos tan señalados como los del grupo Rumasa, la crisis de los bancos pequeños a finales de los años ochenta o en la propia crisis de Banesto. Todo ello como parte integral de un sistema que no requería de estadios *ad-hoc*. La cuestión quedaba, sin duda, facilitada al tratarse de un esquema nacional suficientemente cerrado, pero también por la concepción del papel del banco central.

\*\*\*

A finales de los años setenta se habían sentado las bases e infraestructuras de lo que sería el desarrollo moderno de los mercados monetarios y de deuda en España durante la década siguiente. Y ello, correspondiéndose con una liberalización ordenada de los tipos de interés de las operaciones activas y pasivas de los establecimientos bancarios.

Sin embargo, antes, un elemento iba a perturbar el proceso y a retrasar con ello la liberalización plena de la operativa bancaria: los nacientes déficits públicos. Más allá del conflicto básico entre una política fiscal expansiva y una política monetaria restrictiva en el marco de la lucha contra la inflación, la acumulación y crecimiento de los déficits acabó planteando problemas serios de instrumentación del control monetario en la década de los ochenta.

---

<sup>7</sup> El Servicio Telefónico del Mercado de Dinero acabó registrando los préstamos interbancarios, los futuros de tipos de interés (FRAS), las compraventas dobles (repos y simultáneas) y las compraventas de deuda pública al contado y a plazo; además, y como ya ha sido señalado, liquidaba las operaciones y las hacía transparentes al mercado en la misma fecha de contratación.

Las complicaciones operativas tuvieron su origen en la falta de límites adecuados al endeudamiento del Tesoro con el Banco de España y en la resistencia del primero a hacerlo en condiciones de mercado, creando al efecto las infraestructuras organizativas necesarias. La magnitud de los problemas de instrumentación llegaría de hecho a amenazar la autonomía operativa del Banco de España. Además, impondría un fuerte aumento indeseado de los coeficientes legales de caja, distorsionaría con ello el funcionamiento de los mercados financieros y crediticios y, en fin, continuaría mermando la eficiencia del control monetario durante dicha década.

La primera consecuencia de la acumulación de déficits públicos sería el cambio de signo de las operaciones de control de la base monetaria. En los años precedentes, los factores autónomos de creación de la base impulsaban el crecimiento de esta por debajo del requerido por los objetivos intermedios de crecimiento de los agregados monetarios, por lo que las intervenciones se producían mediante préstamos a las entidades bancarias. Ahora, por el contrario, la creación de base por el recurso del sector público al Banco de España, fuera mediante descubiertos en cuenta o, posteriormente, mediante la suscripción de letras del Tesoro, obligaba al Banco a drenar liquidez emitiendo pasivos de su balance. A este fin, se crearon en abril de 1982 los Certificados de Regulación Monetaria, que el Banco colocaba entre las entidades de crédito mediante subastas periódicas. Los certificados se emitían con vencimientos de uno y tres meses, y el ajuste último se hacía mediante la subasta diaria de préstamos. Un sistema alambicado si se quiere, que subrayaba quizás una cierta obsesión por mantener un control ajustado de la base monetaria, pero que preservaba mejor la capacidad para definir el tipo básico día a día en el extremo de la curva, apostando el Banco por mecanismos de mercado.

La segunda consecuencia sería el aumento de las tensiones financieras, que se vieron agudizadas al operar la presión creciente del endeudamiento público, y su correlato de emisiones de Certificados de Regulación Monetaria, sobre un mercado muy estrecho. El esquema de actuación del Banco de España trataba de mimetizar, en alguna medida, uno consistente, por una parte, en la emisiones de Letras del Tesoro que cubriera la financiación

del déficit en condiciones de mercado y, por otra parte, en el control de la base monetaria mediante operaciones de préstamo a las entidades bancarias. Pero evidentemente, ni era lo mismo, ni era equivalente en resultados. Las diferencias entre ambos eran notables, primero, porque el Tesoro emitía y colocaba las Letras en el Banco de España a tipos de interés muy por debajo de mercado, y era el Banco el que pasaba a emitir en condiciones de mercado los importes correspondientes en función de las necesidades de control monetario; y segundo, porque las colocaciones de los Certificados de Regulación se producían mediante subastas competitivas entre entidades de crédito y solo eran negociables entre ellas, lo cual determinaba la estrechez del mercado y, sobre todo, su escasa profundidad. El coste de la refinanciación del Banco de España era, pues, notablemente superior al que habría de resultar, para el Tesoro, en unos mercados organizados de deuda pública dotados de instituciones e infraestructuras que proporcionarían la anchura y profundidad deseables. Y la transmisión de la política monetaria seguía siendo muy ineficiente, aún cuando ahora con tipos de interés liberalizados.

La tercera consecuencia se haría sentir sobre la cuenta de resultados del Banco de España y, consiguientemente, sobre la capacidad de este para asumir los riesgos financieros de sus intervenciones, fueran estas domésticas o lo fueran en los mercados de cambios. En otoño de 1983 algunos ejercicios de simulación realizados para la programación monetaria mostraron que, con probabilidad muy elevada, el Banco de España entraría en pérdidas al año siguiente. ¿Podía afrontar el Banco el quebranto de las cuentas de capital que esto implicaba? ¿En qué medida un deterioro continuado de estas no acabaría por mermar su capacidad operativa, a pesar de la autonomía de gobierno lograda con la nueva Ley de Órganos Rectores del Banco de España de 1980? ¿Hasta qué punto las expectativas que ello generaba no acabaría por dañar la credibilidad misma de la política monetaria?

La problemática era, con todo, escasamente disyuntiva a la luz de los mandatos de la nueva Ley de Órganos Rectores del Banco de España y del ejercicio sustantivo de las funciones que le encomendaban.

\*\*\*

Para conducir la política monetaria de manera independiente el banco central necesita mantener en todo momento el control de su balance, e igualmente, requiere capital y reservas para hacer frente a los riesgos financieros que haya de asumir. Cuando el banco central desempeña asimismo funciones más amplias de salvaguarda de la estabilidad económica y financiera, y prestamista de última instancia, estos riesgos son sin duda mayores. La falta de capital para absorberlos limita, a la postre, su poder de decisión y trae consigo repercusiones políticas que perturban el ejercicio de sus tareas, restándole al final efectividad.

Es evidente que en el caso de las funciones de prestamista de última instancia se asumen riesgos financieros, bien sean riesgos de crédito por insolvencia sobrevenida del prestatario, bien sean riesgos de mercado sobre el precio de los valores tomados en garantía o adquiridos contra liquidez, o bien sean ambos. Los riesgos de crédito y de mercado están igualmente presentes en las operaciones de estabilización de los mercados cambiarios o de deuda. Por otra parte, en caso de fallo de algunas de las partes ordenantes, estos riesgos están presentes asimismo en el ejercicio de las funciones de liquidación en el sistema de pagos, tan pronto se decide conjurar los peligros subsiguientes de ruptura de la cadena de abonos y los riesgos sistémicos aparejados. Finalmente, en la propia función de control monetario hay riesgos de desajuste de la estructura de tipos de interés, amén de riesgos crediticios y de mercado.

Subrayaba siempre Ángel Rojo que, al tiempo que eficiente, el Banco de España debía de ser institucionalmente prudente en la asunción de los riesgos anejos al ejercicio responsable de sus distintas tareas. Primero, no arrogándose otros que los correspondientes a sus mandatos, y jerarquizando estos en cada momento con una perspectiva adecuada del más largo alcance. Segundo, requiriendo las garantías oportunas, ya fuera en los préstamos de apoyo, o ya fuera en el desempeño de los compromisos correspondientes con los sistemas de compensación y liquidación. Tercero, ejerciendo correlativamente las labores de vigilancia y supervisión

pertinentes, que en unos casos lo son del valor de las garantías y en otros casos de la solvencia de las entidades<sup>8</sup>. Pero, al final, insistía, se necesita además capital y reservas y arreglos institucionales proporcionados a los encargos recibidos y a las pérdidas inesperadas anejas a estos.

En qué medida esto último ha de resolverse con capital y reservas, y en qué medida ha de hacerlo con arreglos institucionales, bien ordenados, que transfieran los riesgos o su materialización, es una cuestión sustancial de la arquitectura institucional en que se asienta el banco central. La solución más adecuada dependerá en cada caso de la naturaleza de las funciones que se le asignan, del papel otorgado en el desarrollo de las mismas y, en fin, de la mejor alineación de objetivos y solución de eventuales conflictos. Remedios distintos implican, por otra parte, procesos de responsabilidad última y rendición de cuentas diferentes, y viceversa.

Desde la perspectiva de un balance agregado, el activo neto de un banco central y sus variaciones pertenecen a los contribuyentes en cuanto que beneficiarios últimos; de modo que sus excedentes sobre el capital necesario para el desempeño de sus funciones son distribuibles al Tesoro y minoran impuestos, y las deficiencias de capital requieren nuevas contribuciones, que lo habrán de ser con cargo a impuestos. Sin embargo, aun cuando la comunicación entre los resultados financieros de las actuaciones del banco central y el erario público pueda ser tan fluida, o precisamente por ello, la estructura financiera de un banco central y su dotación de capital es un tema básico de economía política, en cuanto que atañe a su independencia y autonomía de decisión y a la propia eficacia de su gestión.

Esto es obvio en el caso de las funciones asignadas como responsable de la política monetaria y garante del buen funcionamiento de los sistemas de pagos, y también lo es en su papel como suministrador último de la

---

<sup>8</sup> Asuntos que, en el primer caso, requieren sistemas de información apropiados y, en el segundo caso, justifican la extensión de sus funciones de inspección de la solvencia y solidez de las entidades, con las economías de alcance y objeto del negocio que ello añade a las funciones básicas del Banco Central.

liquidez del sistema<sup>9</sup>. Sin el capital necesario para cubrir pérdidas inesperadas, tanto la mencionada autonomía de decisión como la eficacia de la gestión, acabarían por desvanecerse en estas funciones.

Hay otras tareas que pueden ser asignadas a un banco central como funciones delegadas en un ámbito estrictamente operativo, en las cuales resulta más oportuno el establecimiento de mecanismos de transferencia de los riesgos o de indemnización, sean estos automáticos o negociados caso por caso. Estos son probablemente los arreglos institucionales más apropiados cuando se manejan fondos de estabilización de los mercados cambiarios o de deuda.

El caso en principio más complejo es el régimen de cobertura de las pérdidas inesperadas del ejercicio de las funciones de prestamista en última instancia, por los riesgos de crédito que esta lleva aparejados. Un arreglo habitual, en la tradición de Bagehot, consiste en establecer un estándar operativo que distinga entre cuando se trata de proveer liquidez y cuando lo que se enfrenta es un problema de insolvencia. Los riesgos de la primera los han de asumir el banco central contra capital<sup>10</sup>, no así los de la segunda; y ello precisamente por el peligro de que las crisis de solvencia agoten el capital del banco central y comprometan los objetivos de la política monetaria y su propia independencia. La presencia de la supervisión en el banco central tiene la gran virtud de proveer la información necesaria al prestamista de última instancia para distinguir cuando potencialmente enfrenta un problema de liquidez y cuando de solvencia. La separación de funciones entre supervisión y resolución de crisis asegura, a su vez, un alineamiento adecuado de objetivos que evite el peligro de una supervisión laxa, obligando a una rendición de cuentas basada en la exigencia de adoptar prontas acciones preventivas y minimizar los costes de resolución. Finalmente, procede trasladar a las instituciones de resolución correspondientes las

---

<sup>9</sup> Incluso cumpliendo siempre las reglas oportunas en cuanto que a provisión de garantías y reposición de las mismas frente a las pérdidas esperadas.

<sup>10</sup> Previa aportación por la entidad de garantías adecuadamente valoradas, con el recorte oportuno de precios para cubrir pérdidas esperadas.

propuestas oportunas tan pronto se pone de manifiesto la inviabilidad de una entidad, y con ello las contingencias y riesgos anejos.

El Banco de España tuvo clara esta problemática, tanto en lo que concierne a la solución crisis de entidades de crédito, proveyendo los arreglos institucionales oportunos mediante la creación en 1980 de Fondos de Garantía de Depósitos con capacidades de resolución adecuadas, como en la necesidad de mantener como banco central un capital y reservas apropiados al desarrollo de sus funciones legales y estatutarias.

\*\*\*

En consecuencia, lo primero que se planteaba en el otoño de 1983 era la necesidad de recuperar el control del balance y consolidar el capital y reservas del Banco de España, evitando el deterioro a que este capital podía verse sometido con la erosión subsiguiente de la autonomía operativa del Banco.

El gobernador Mariano Rubio y Ángel Rojo convinieron en que la solución había de descansar en cuatro elementos secuenciales. Primero, elevar el coeficiente de caja en la cuantía precisa para absorber el importe de Certificados de Regulación Monetaria en circulación y remunerar los depósitos requeridos en Banco de España con unos tipos de interés “razonables”; es decir, por debajo de mercado, pero que minimizaran la cuña impositiva en el margen de intermediación<sup>11</sup>. Segundo, impulsar un desarrollo inmediato, pero escalonado, de los mercados de deuda pública y facilitar, al respecto, el desarrollo de la infraestructura operativa de estos, dotándoles de la compleción necesaria, tanto para el buen ejercicio de su función de financiación, como para el funcionamiento eficiente del sistema crediticio en torno a un mercado de referencia amplio y profundo. Tercero, asumir el objetivo de una liberalización pronta y sostenible del sistema crediticio como marca del éxito de este desarrollo, de modo que

---

<sup>11</sup> Ello se hizo en diciembre de 1983, elevando el coeficiente de caja a 18% de los pasivos computables, El exceso sobre 5%, se remuneró inicialmente a un tipo de interés de 13,5%.

propiciara la eliminación final de los coeficientes de inversión obligatoria y el retorno del coeficiente legal de caja a cotas ajustadas con un funcionamiento eficiente de la intermediación bancaria. Cuarto, establecer límites rigurosos al recurso del Tesoro al Banco de España, que implicasen finalmente su prohibición, y con ella, la de suscripción de deuda por el Banco de España en los mercados primarios de deuda; en un primer paso, mediante el compromiso del Tesoro acorde con el desarrollo de las prácticas oportunas y, finalmente, mediante la reforma legal necesaria, que habría de llegar notablemente más tarde con la incorporación al Sistema Europeo de Bancos Centrales.

Los objetivos incorporados en los elementos segundo, tercero y cuarto no eran novedosos. Sí lo era el convencimiento y la firmeza con que se asumía que era absolutamente necesario el desarrollo de unas instituciones e infraestructuras adecuadas para unos mercados de deuda líquidos y profundos. Esta vez, por tanto, el compromiso institucional se situaba más allá de enunciaciones voluntaristas, o de los informes de economía comparada, que habían plagado los años precedentes.

La pronta eliminación de la cuña impositiva, y de la distorsión subsiguiente que los elevados coeficientes de caja imponían sobre los mercados financieros, era un acicate de la reforma, la cual permitiría conseguir por añadidura una mayor eficiencia en la transmisión de la política monetaria. Lograr la independencia del banco central era, con todo, el incentivo más importante.

\*\*\*

Al Banco de España se le asignaron las tareas de organización y la vigilancia de los mercados de deuda pública anotada. El desarrollo más inmediato posible era el de un mercado de Letras del Tesoro, por dos motivos: la disponibilidad más pronta de infraestructuras operativas y la existencia de una demanda efectiva de papel con vencimientos a corto plazo. El Tesoro aparecía, además, dispuesto a iniciar la emisión de letras mediante subastas periódicas y regulares. La sintonía resultaba perfecta.



Las infraestructuras operativas y organizativas del mercado eran muy similares a las desarrolladas para los Certificados de Regulación Monetaria: sistema de tenencia mediante anotaciones en el registro central gestionado por el Banco de España; apertura de cuentas a los miembros reconocidos del mercado, ya fueren estas entidades de crédito u otras entidades financieras con capacidades suficientes; negociación descentralizada entre estos miembros, bien directamente o a través de mediadores interbancarios simples; registro de estos mediadores en el Banco de España, sujetándolos a unos requisitos de idoneidad; contratación y liquidación de las operaciones a través del Servicio Telefónico del Mercado de Dinero, con comunicación directa de los miembros del mercado; y, en fin, información al mercado de las condiciones de las operaciones contratadas mediante un “boletín verde”, a semejanza de otros mercados de valores descentralizados como era el caso de Nasdaq.

A diferencia de los Certificados de Regulación Monetaria, se trataba, sin embargo, de extender el mercado más allá de las entidades financieras, ampliando las bases de financiación del Tesoro. Por un lado, proporcionando al público acceso directo a través de cuentas de tenencia en el Banco de España. Por otro lado, con mucha más trascendencia, desarrollando una operativa de ventas con acuerdo de recompra a plazo (los denominados *repos*) que facilitara la refinanciación de las posiciones en balance de los miembros del mercado, tanto con otros miembros del mercado, como con el público en general o con entidades no residentes.

Conviene tener en cuenta que los tipos de los depósitos bancarios no serían liberalizados plenamente hasta 1987 y, aún más importante, la cuña de intermediación entre tipos activos y pasivos se había elevado significativamente con el aumento de los coeficientes de caja, del que estaban exentos los *repos*. Aún cuando compitieran con los depósitos de sus propios clientes, esta era una manera de contender por los depósitos de otros y, en último caso, de defender su base de clientela frente a los competidores. No cabe duda de que el margen entre la rentabilidad de las letras en cartera y los tipos de los *repos* al por menor eran sustanciosos y que las cuentas directas solo ayudaban algo a moderarlos. Sin embargo, este fue el incentivo más importante para extender la base de financiación del Tesoro.

Los *repos* españoles se diseñaron inicialmente como instrumento de financiación, y con las limitaciones oportunas para dotarles de seguridad. De modo que, aún cuando instrumentados como compraventas dobles: al contado y a plazo, la “garantía de los valores” quedaba bien trabada en cuentas y no se podían vender con pactos de recompra valores que habían sido recibidos en *repo*, excepto por plazos inferiores al compromiso precedente. Con ello, y con el régimen de cuentas de terceros, el sistema de anotaciones español trataba de evitar riesgos finales de entrega y fraudes de valores que tenían precedentes históricos lejanos en nuestro país y más cercanos en EE UU.

El mercado de Letras del Tesoro, con su correlato de *repos*, impulsó el desarrollo de los mercados monetarios españoles. La cuña de intermediación creada por el coeficiente de caja y por los coeficientes obligatorios de inversión, y el tratamiento fiscal de las operaciones con instrumentos a descuento, incentivaron el desarrollo de herramientas como los pagarés bancarios y los pagarés comerciales de empresas no financieras. Los tipos de mercado de las letras suministraban una referencia de precio a la que añadir el riesgo crediticio correspondiente.

Ello impulsó la desintermediación bancaria, incluso por la propia banca, acentuando la competencia en los mercados crediticios. El propio Banco de España promovería las iniciativas de la Asociación de Intermediarios de Activos Financieros para el desarrollo de los mercados de pagarés y, posteriormente, de los mercados de deuda privada.

\*\*\*

El paso siguiente sería el desarrollo del mercado de bonos y obligaciones del Estado; esto se hacía especialmente necesario. Conviene tener en cuenta que, a medida que aumentaban las letras en circulación, crecían fuertemente los riesgos de refinanciación y ello podía plantear una problemática difícil en situaciones críticas; la experiencia con los Certificados de Regulación ya había mostrado cuán fácil es acorrallar al emisor en estos casos. Por otra parte, era notable que la extensión de los vencimientos

medios de la deuda no podía descansar básicamente en mercados con tan escasa profundidad y anchura institucional como las obligaciones indicadas o los bonos con tipos de interés variable. Y en fin, era obvio que el desarrollo de unos mercados líquidos y profundos de deuda pública necesitaba de una estructura muy distinta a la que podían proporcionar las Bolsas, tanto en lo que concierne a las capacidades y compromisos de sus miembros, como a los sistemas de contratación y liquidación.

Se requería, por consiguiente, un mercado de nueva planta. La tarea resultaba ardua: era necesario mucho convencimiento para vencer ciertas resistencias institucionales y un esfuerzo notable para desplegar las plataformas técnicas y organizativas necesarias. La guía básica era el mercado de deuda estadounidense y, en alguna medida, los también incipientes mercados de deuda franceses y británicos. No obstante, cualesquiera que fueran las pautas de referencia, lo más determinante fue la propia experiencia adquirida en el desarrollo de los mercados interbancarios y de Letras del Tesoro españoles. En este sentido, las estructuras ya disponibles resultaron fundamentales y dotaron de singularidades importantes a los mercados españoles de deuda pública con anotaciones en cuenta.

En 1987 fue aprobado el real decreto de creación de la Central de Anotaciones en Cuenta de Deuda Pública. Este decreto habilitaba al Banco de España, tanto para el desarrollo de los nuevos sistemas de tenencia, compensación y liquidación de deuda pública anotada, como para la organización y vigilancia del mercado. Todo ello quedaría posteriormente recogido y desarrollado en la nueva Ley del Mercado de Valores de 1988. La primera emisión se haría en 1987, si bien la orden ministerial que desarrollaba el real decreto permitió incluir en la Central de Anotaciones una veintena de emisiones de bonos y obligaciones del Estado que se habían venido realizando entre marzo de 1985 y abril de 1987.

El esquema de las infraestructuras operativas y organizativas fue, desde el inicio, muy similar al ya esbozado para los mercados de Letras del Tesoro. Sin embargo, además de ciertas complejidades técnicas adicionales, los mercados de bonos y obligaciones del Estado habían de diferir en algunos

aspectos de la estructura del mercado y en la necesidad de nuevas facilidades e instrumentos para su desarrollo pleno.

Una faceta significativa de la creación y desarrollo de los nuevos mercados de deuda pública españoles fue el papel cardinal otorgado a unos sistemas muy seguros y eficientes de tenencia en cuentas y de compensación y liquidación, articulados en torno a la Central de Anotaciones y el Servicio Telefónico. Estos fueron provistos para facilitar la entrega de valores contra pago y la liquidación con valor en el mismo día o al día siguiente. Los registros de tenencia distinguieron netamente las cuentas propias de los miembros de la Central y las mantenidas por cuenta de terceros. Estas fueron diseñadas de modo que fueran trazables hasta el titular último, sin merma de eficiencia. Las anotaciones prendarias o pignoraticias y los compromisos de reventa habían de quedar adecuadamente recogidas, de modo que facilitasen eficientemente el tráfico y proporcionasen plena seguridad mercantil. La mano de unos grandes servidores públicos y las preocupaciones básicas de un buen banco central, en cuanto que a prevención de riesgos sistémicos y protección de los inversores, latieron en todo ello, con una orientación a la eficiencia simultáneamente clara. Nada de esto resultaba ajeno a la visión institucional de Ángel Rojo.

Otro factor importante en el desarrollo de los mercados de deuda anotada fue la disposición de las estructuras organizativas y el despliegue de facilidades e instrumentos para dotarles de la mayor profundidad, amplitud y liquidez. Entre los elementos claves para lograrlo estarían, entre otros, los siguientes. Un mercado primario ordenado mediante subastas regulares con un calendario conocido y cantidades anunciadas, alternando los distintos plazos de las emisiones. Unos valores fungibles con un mismo vencimiento, de modo que permitieran acumular varias subastas en una sola emisión negociada en mercado secundario con importes óptimos en circulación. Un amplio acceso al mercado de las entidades financieras como miembros del mercado organizado, dotados estos de facilidades adecuadamente alineadas con sus capacidades y funciones; unos como simples inversores institucionales tenedores de

cuentas propias y otros como negociantes en los mercados y con acceso a terceros. Un núcleo central de creadores de mercado y aspirantes a ello como negociantes principales; con obligaciones de cotizar continuamente precios de compra y de venta y de acudir a las subastas regulares, disponiendo para ello de una serie de habilidades. Entre ellas, la relación regular con el emisor, la posibilidad de acudir a segundas vueltas de las subastas y, en fin, el acceso a un núcleo de contratación electrónica entre estos negociantes principales que permitía preservar el anonimato de las partes: comprador y vendedor, al interponerse el mediador que gestionaba su plataforma de contratación correspondiente. Un conjunto de mediadores especializados, ya fueran en este primer escalón de negociación, o en el segundo escalón de negociación telefónica. Un desarrollo inmediato de instrumentos que facilitarían la negociación y la adecuada gestión del riesgo de las posiciones, tales como el préstamo de valores mediante operaciones de compraventa simultáneas<sup>12</sup> o la operativa a plazo sobre deuda o tipos de interés. El impulso subsiguiente a la creación de mercados organizados sobre futuros y opciones de deuda pública, mediante las iniciativas de privadas de MEFF y OM. La apertura, en fin, a los inversores no residentes mediante un tratamiento fiscal adecuado, de devolución de las retenciones fiscales en el origen.

Este despliegue institucional operado en un periodo de tiempo relativamente muy corto permitió que, al comenzar la década de los noventa, España dispusiera de algo más que el embrión de unos mercados de deuda pública altamente desarrollados y completos. Unos mercados que proporcionaban una base de financiación regular y ordenada del Tesoro. Adicionalmente suministraban referencias y herramientas apropiadas para la mejor gestión de riesgos, facilitaban el desarrollo de la industria de gestión de fondos, abrían el camino de la reforma de los mercados de valores, estimulaban la competencia en el sistema financiero y permitían, al mismo tiempo, una mayor diversificación del negocio bancario en la prestación de servicios financieros.

---

<sup>12</sup> Sin las limitaciones antes comentadas de los repos españoles.

El desarrollo de los mercados de deuda pública permitía, al fin, cerrar la larga secuencia de liberalización del sistema crediticio con la reforma del coeficiente de caja en 1990 y con la supresión de los coeficientes obligatorios de inversión decretada el año anterior mediante una reducción gradual hasta 1992. La reforma del coeficiente de caja se diseñó de modo que lo fuera de una vez por todas y que estimulase la competencia del sistema, al reducir, radicalmente en el margen, la cuña de intermediación bancaria.

Sobre la base de instituciones sólidas y duraderas se disponía, con todo ello, de unos mercados financieros más eficientes tanto en la instrumentación y transmisión de la política monetaria como en la asignación del ahorro y los recursos prestables.

\*\*\*

En paralelo a estos desarrollos de los mercados de deuda pública, y como colofón de la agenda antes mencionada, se produjo en esta segunda mitad de la década de los ochenta una auténtica revolución de los sistemas de pagos, tanto con el desarrollo más amplio de los sistemas de grandes transferencias en torno al Servicio Telefónico del Mercado de Dinero, como con la creación del Sistema Nacional de Compensación Electrónica. Con el impulso y la dirección del Banco de España, los sistemas de pagos españoles dieron en pocos años un salto enorme desde las viejas estructuras basadas en el papel y el cheque, a unos sistemas extraordinariamente avanzados basados en la conexión directa de las entidades y en la transferencia como herramienta básica de ordenar pagos. Ello estimularía notablemente la eficiencia del sistema bancario y la seguridad de los procesos de liquidación. La propia ampliación de las bases de información que proporcionarían los procesos electrónicos recurrentes de los sistemas de transferencias mediante domiciliaciones bancarias, facilitarían a las entidades la ampliación de la oferta de servicios financieros de una banca de relación. Algo que se añadía a la liberación de recursos y el aumento de la productividad que implicaban unos procesos de pagos más eficientes.

\*\*\*

En fin, la racionalidad weberiana, tan querida de Ángel Rojo, implicaba el desarrollo de instituciones y mercados para el cumplimiento de los objetivos más amplios de estabilidad económica y financiera. El Banco de España era objeto y solución en este empeño. Su papel como garante y promotor del buen funcionamiento del sistema de pagos había de ser fundamental, tanto para la provisión de seguridad y eficiencia operativa, como para la creación y estímulo de infraestructuras adecuadas para el desenvolvimiento ordenado de los mercados financieros. La solidez y buen ejercicio de ambos elementos: sistema de pagos y mercados, resultan en general claves para la estabilidad y eficiencia de las economías. De ahí la importancia de su vigilancia por el banco central y también la de su papel, directo o indirecto, en el desarrollo de las infraestructuras que les dan soporte. Curiosamente, la propia autonomía operativa e independencia del Banco de España como responsable de la política monetaria estuvo vinculada al desarrollo de los mercados monetarios y de deuda pública, que él mismo se encargaría de promover. Podría hablarse de un “banco central hecho a sí mismo” y al servicio del interés general; algo con lo que Ángel Rojo y su idea de la función pública se sentían tan identificados.

La introducción de dosis de racionalidad creciente mediante el perfeccionamiento de instituciones y mercados no implicaba, ni podía implicar para Rojo, una fe desmedida en estos últimos, que ignorase los graves costes sociales de las distorsiones y fallas en su funcionamiento, especialmente cuando la incertidumbre y la desconfianza se apodera de ellos. El papel del banquero central, subrayaba él, adquiere en estas circunstancias toda su dimensión, reduciendo la primera con la menor ambigüedad, y disipando la segunda tan pronto como amenaza contagio y la disfunción consiguiente del sistema.





# LUIS ÁNGEL ROJO EN EL SERVICIO DE ESTUDIOS DEL BANCO DE ESPAÑA

*José Luis Malo de Molina*

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 trascendido 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.

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.

## 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 plasmara 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 afrontar 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.



## 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 centrase 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 lúcidamente 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 periodo 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.

## 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.

## 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.

## **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 indiciación 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 indiciación 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.

## 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 presenció 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 simplificados 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.

## **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.

## REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

BANCO DE ESPAÑA (1997a): *La política monetaria y la inflación en España*. Madrid. Alianza Editorial.

BANCO DE ESPAÑA (1997): *La Unión Monetaria Europea: cuestiones fundamentales*.

LUCAS, R. E. (1976): *Econometric Policy Evaluation; A Critique, en The Phillips Curve and Labor Markets*, Karl Brunner y Allan H. Meltzer, eds., Amsterdam, North Holland.

MARTIN ACEÑA, P. (2000): *El Servicio de Estudios del Banco de España, 1930-2000*, Madrid, Banco de España.

MODIGLIANI, F. y PADOA-SCHIOPPA, T. (1978): *The management of an open economy with "100% plus" wage indexation*, Essays in International finance no.130, Princeton, N. J: Princeton University.

PÉREZ, J. y ROJO, L. A. (1977): *La política monetaria en España: objetivos e instrumentos*. Banco de España, Estudios Económicos nº 10.

ROJO, L. A. (1971): *El nuevo monetarismo*. Ministerio de Hacienda, Instituto de Estudios Fiscales.

ROJO, L. A. (1981): *Desempleo y factores reales*, Papeles de Economía Española nº 8 (págs. 124-136).

ROJO, L. A. (2004): *Ensayos de economía y pensamiento económico*. Universidad de Alicante (págs. 129-130).

# LUIS ÁNGEL ROJO EN LA REAL ACADEMIA DE CIENCIAS MORALES Y POLÍTICAS. PRIMERA ETAPA (1984-1997)

*Juan Velarde Fuertes*

¿Dónde encontrar, y proyectarla a lo largo de muchos años, una información adecuada para mostrar de qué modo se ha ofrecido la que podríamos denominar la ortodoxia científica económica de Luis Ángel Rojo y que aun no estuviese, a mi juicio, ofrecida en otra parte? Creo haberla encontrado en el archivo de la Real Academia de Ciencias Morales y Políticas. Considero, por eso, que merece la pena ver a este economista precisamente en ese ambiente académico y, al contemplarlo ahora, queda, a mi juicio, muy claramente mostrada la importancia que tuvo Rojo en planteamientos ideológicos y, por ello, con consecuencias importantes que conformaron nuestra economía.

En este caso, para hacer este análisis lo más completo posible, en este tomo de homenaje, me dedicaré a su primera etapa en la citada Real Academia, o sea, a los catorce años que transcurren de 1984 a 1997. Dejo para mi intervención, en esa Real Academia, que, D. m. habré de realizar el 21 de febrero de 2012, el examen de las aportaciones académicas que se deben a Luis Ángel Rojo, desde 1997 a 2010, otros trece años al margen de una complementaria fortísima actividad y de enseñanza.

Cuando falleció el gran economista y académico, Valentín Andrés Álvarez, no hubo prácticamente discrepancia alguna en que la sucesión en su medalla de la Real Academia de Ciencias Morales y Políticas debería recaer en la persona de Luis Ángel Rojo. La elección tuvo lugar el 11 de enero de 1983 y la toma de posesión en la medalla n° 10, se efectuó el 6 de noviembre de 1984. Ahí se inició una brillantísima colaboración académica que voy a intentar glosar en esta colaboración de homenaje a este gran economista.

Desde sus primeras palabras de elogio a su predecesor, los académicos comprendieron que se había incorporado a su seno una extraordinaria autoridad en lo económico, por supuesto, pero también desde el punto de vista cultural. Me atrevo a repetir sus primeras palabras, dedicadas a su predecesor: “Don Valentín... nos dejó un conjunto de trabajos económicos, de pensamiento limpio y pulida prosa, a los que habrá que recurrir quien desee estudiar la historia del comercio exterior de España o depurar su utilización de la terminología económica en castellano, y que podrá consultar con fruto y con deleite quien pretenda adentrarse en el pensamiento de Quesnay, Smith, Ricardo, Sismondi o Jovellanos”. Y añadirá que a éste “le acercaba el apoyo profundo a su Asturias natal, su pertenencia última a la notable estirpe de los asturianos ilustrados, con su amor a la tierra, las ciencias y las artes, y su raro talante de liberalismo auténtico; pero don Valentín superaba a Jovellanos en su capacidad para saborear la vida. A los 88 años, declararí­a que su única satisfacción era la de ser artista, y hacía suya la frase de Nietzsche: «¿Es esto la vida? Pues que vuelva otra vez»”.

Ese discurso de recepción se titula “J. M. Keynes: una conmemoración” (Real Academia de Ciencias Morales y Polít­icas, 1984). Parece evidente que de él se deben destacar tres aspectos: el primero, una excelente biografía de Keynes, que aunque más breve, lógicamente, que las de Harrod o Skidelski, centra también, o incluso mejor que éstos, la riquísima personalidad que analiza ahora. Pero, a mi juicio, lo más interesante, siendo mucho lo anterior, es una excelente síntesis de lo que Keynes pretendía, en el terreno de la vida económica, que conviene, a mi juicio, transcribir: “Aspiraba a una combinación razonable de eficacia económica, libertades individuales y justicia social, y pensaba que la descentralización de las decisiones y la iniciativa privada garantizaban una asignación eficaz de los recursos empleados y constituían una salvaguardia de la libertad personal y la variedad de la vida. Aceptaba que conducían a errores, en ocasiones, pero no creía que esos errores fueran a evitarse, o simplemente a reducirse, centralizando las decisiones. Keynes era contrario a que el Estado asumiese la prioridad de los medios de producción, y opuesto, en general al socialismo”. No puedo por menos de citar aquí el artículo famoso de Keynes,

*The dilemma of modern socialism* en el que sostenía que el problema del socialismo era que tenía dos corazones: uno, que deseaba, por encima de todo, la más acendrada racionalidad económica, y el otro, que deseaba, también por encima de todo, plantear soluciones radicalmente insensatas. Por eso, sostenía Rojo, “estaba convencido de que el socialismo empobrecería la vida, ahogaría las libertades y reduciría la eficacia económica y, con ella, el producto nacional obtenido a partir de los recursos empleados”. Simultáneamente, sobre el socialismo marxista, en *The end of laissez-faire* consideraba que “siempre sería «importante para los historiadores de las ideas cómo una doctrina tan falta de lógica y tan aburrida puede haber ejercido una influencia tan poderosa y duradera sobre las mentes de los hombres, y a través de ella, sobre los sucesos de la Historia»”.

También es una aguda observación que se trataba de un economista británico que “creía, en efecto, que la etapa competitiva y flexible del capitalismo había quedado atrás y que, con ella, había concluido definitivamente la era de *laissez-faire*. Keynes recibió, a este respecto, en su ensayo famoso *Am I a Liberal?* la influencia de los institucionalistas norteamericanos, para quienes el capitalismo había entrado en una fase organizativa en la que no cabía encontrar tendencias automáticas al equilibrio, sino tensiones conflictivas entre grupos que utilizaban poderes negociadores desiguales en defensa de sus intereses; una fase en la que se había reducido la importancia del mercado y el papel desempeñado por la flexibilidad de los precios en la coordinación de las actividades económicas y en la que, como escribió Keynes citando a Commors, se había registrado «una disminución de la libertad individual bajo la presión de las sanciones gubernamentales, pero, sobre todo, como consecuencia de las sanciones económicas resultantes de las acciones concertadas –secretas, semipúblicas o públicas– de asociaciones, corporaciones, sindicatos, otros movimientos colectivos de fabricantes, comerciantes, trabajadores y banqueros».

Por cierto que Rojo recoge de este último ensayo estas palabras de Keynes que tuvieron, y tienen, una actualidad evidente: “La vieja idea de que se puede alterar el valor del dinero y dejar después que las fuerzas de la oferta y la demanda produzcan los ajustes consiguientes pertenece a los

días de hace ciento cincuenta años, cuando los sindicatos eran impotentes y se aceptaba que las fuerzas ciegas de la economía detuvieran el progreso sin obstrucción e incluso con aplauso”. No parece que la meditación de este párrafo hubiera venido mal a los defensores recientes de las expectativas racionales.

Finalmente, de este planteamiento de Luis Ángel Rojo se desprende con toda claridad el pragmatismo de Keynes, una característica que, al menos para mí, es una característica básica de su personalidad. Estos párrafos creo que lo ponen de manifiesto: “Para Keynes, cada problema planteado tenía una solución si las alternativas se buscaban con inteligencia y se discutían con racionalidad. Si los problemas a corto plazo eran graves –y ninguno lo era tanto, en sus tiempos, como el desempleo– había que encontrar soluciones a corto plazo, cerrando un tanto los ojos a horizontes más lejanos... Había que buscar la cooperación internacional; pero si no existía, había que refugiarse en soluciones nacionales. Los recelos de Keynes hacia políticos, su temor a la centralización del poder y al nacionalismo, sus criterios básicos sobre el funcionamiento del capitalismo a largo plazo, retrocedían ante el problema del paro y su tratamiento”. A mi juicio, ahí se encuentra la raíz del larvado entusiasmo con el que se refiere, tanto a los antecedentes neohistoricistas como a la realidad ya bien presente del nacionalsocialismo, que se encuentra expuesto en ese polémico Prólogo que el propio Keynes publicó a la primera edición en alemán de la *Teoría General de la ocupación, el interés y el dinero*, firmado en 1936.

Mucho del alma de Rojo surge del final de esta intervención, al referirse a la conferencia que Keynes dio en Madrid en 1930, “Las posibilidades económicas de nuestros nietos”, unos nietos, que, por cierto ocupan ya puestos importantes en la vida de todos los países. A mi juicio no podía tomarse como esa “broma amable” de la que habla Rojo –todavía fue más duro en su juicio sobre ella, en *El Debate*, Bermúdez Cañete– sino de un manifiesto, que coexiste con el de Ortega y Gasset, *La rebelión de las masas*, igualmente de 1930, sobre lo que puede suponer para una civilización a una notable mejoría de los niveles de renta de toda la población. Como indica Rojo, intentó Keynes que, como al nuevo académico le sucedía, apeteciese por encima de

todo, no esa *sociedad opulenta* que popularizaría Galbraith, sino el deseo de vivir, en lo posible, “entre cuadros de Cézanne, Derain, Braque, Picasso y Matisse,... a coleccionar manuscritos de Newton, (a incluso estimular)... su pasión por el teatro y el ballet, (o lo que condujo a Keynes)... a financiar, construir y donar el Arts Theater a Cambridge; (o a hacer)... posible que, en medio de sus actividades y a pesar de su salud, pudiera ocuparse, en sus últimos años, de su puesto en los consejos del Covent Garden y de la National Gallery y de la presidencia del Arts Council”. ¿Hubiera dicho Keynes de la sociedad actual aquello de “son unos tontos”, con lo que se refería a sus herederokeynesianos inmediatos, según el ácido testimonio de Hayek, o la hubiera calificado con una dureza muchísimo mayor?

No es posible dejar a un lado la contestación del profesor Castañeda a esta brillante intervención de Luis Ángel Rojo, porque, fijémonos en la fecha, 6 de noviembre de 1984, estaba muy cerca el choque petrolífero y, como señalaba Castañeda, “todavía en el periodo 1975-1978 intentaron varios países industriales utilizar políticas keynesianas para sacar a sus economías de la contracción resultante del primer encarecimiento de la energía y de la aplicación de medidas restrictivas... Pero los resultados fueron muy distintos de los esperados. Así que, tras el segundo encarecimiento de la energía, la práctica totalidad de los gobiernos de los países industriales se alejaron de las políticas de corte keynesiano y trataron de forzar un reajuste de sus economías que las sitúan en condiciones de adentrarse, a medio plazo, en un proceso de crecimiento sano, aunque hubieran de pagar altos costes en términos de pérdida de producción y paro en el corto plazo”.

Por eso Castañeda saca a colación el trabajo de Luis Ángel Rojo, “Desempleo y factores reales”, en el que se muestra que su autor trata de desentrañar los diferentes factores que han incidido sobre las economías en estos últimos años, tanto por el lado de la oferta como por el de la demanda, para caracterizar la situación por una continuación de paro neoclásico y paro keynesiano”.

Pero, además, Castañeda subrayó cómo Rojo, a más de hacer referencia al enfoque macroeconómico keynesiano, al que antes he hecho referencia,

además, y la referencia tomada más arriba del nuevo académico, es bien clara, critica el mencionado pragmatismo, o sea, “la tendencia de Keynes de fijar su atención en el periodo corto”.

Incorporado ya a los trabajos de la Real Academia de Ciencias Morales y Políticas, el 21 de mayo de 1985 desarrolló Rojo la intervención titulada “Problemas de las economías europeas”, que vio la luz en los *Anales de la Real Academia de Ciencias Morales y Políticas*, 1985, año XXXVII, n° 67, págs. 265-306. Conviene recordar que en aquellos momentos habían concluido nuestras negociaciones con el ámbito comunitario y quedaban escasos días para la firma definitiva de nuestra incorporación.

Este mensaje sobre esa extraordinaria alteración de nuestra estructura económica, se recoge en esa intervención, donde tras un largo estudio histórico a partir, esencialmente de lo sucedido tras la II Guerra Mundial, alude a lo que supuso, tras el primer choque petrolífero, la segunda elevación de su precio, entre 1979-1980. Ante ella, “los gobiernos europeos tendieron, con notable unanimidad –con excepciones pasajeras y de resultados negativos, como es el caso de Francia (recordemos lo que condujo a la ascensión de Mitterrand y al rapidísimo fracaso de su política económica, nota de J.V.F.) a variar sustancialmente las estrategias de política económica y a forzar el ritmo de los ajustes necesarios, con el lógico abandono o decaimiento de las estrategias (del)... neocorporativismo... Ahora, tras cinco años de experiencias adversas, los gobiernos europeos tendían a pensar que las economías respectivas sólo lograrían entrar en una fase sostenida de expansión y generación de empleo si se restablecía la rentabilidad empresarial a través de una moderación de los costes reales de producción y si se conseguían reducir las expectativas inflacionistas y la tasa de inflación, así como los tipos de interés monetarios y reales, mediante políticas financieras persistentes y dotadas de credibilidad”.

De ahí que, en ese momento clave para España, Rojo insistiera en que lo que está en discusión en Europa “es un sistema expresado en una maraña de intervenciones, regulaciones, transferencias, subvenciones y protecciones



acumuladas desde la II Guerra Mundial, cuyos efectos netos en términos de eficacia, de justicia y de bienestar nadie puede pretender conocer: lo que está en cuestión, hoy, en Europa, no es el sector público, sino los supuestos de que las regulaciones públicas no tienen costes y de que el Estado y las demás administraciones públicas deben ser empresarios antes que proveedores de buena infraestructura social y buenos servicios a los ciudadanos. Lo que está en cuestión son los efectos de la aceptación de esa situación... No nos incorporamos a una Europa dinámica, sino a un área de inflexibilidades y protecciones que ve alejarse el centro de gravedad de la economía mundial hacia el Pacífico; nos integramos a un área aquejada por lo que algunos han denominado «la maladie européenne». Y añade, con justicia: “Cuanto he dicho de Europa se podía (predicar) para España con alguna diferencia: los impactos exteriores han sido relativamente más intensos; nuestra estructura industrial era más débil y nuestro corporativismo, que venía de lejos, adquirió, en el régimen anterior, cotas excepcionalmente elevadas como un corporativismo estatal, creado desde arriba, que todavía existe en medida fundamental”.

Su segunda intervención académica, el 29 de abril de 1986, “Convergencias de las políticas económicas europeas” tiene un extraordinario valor actual. Tras referirse, con lo que parece un cierto asombro, a “la ausencia de una polémica nacional sobre... (la) conveniencia” de nuestra incorporación a Europa, –que acababa de ser efectiva el 1 de marzo de 1986–, hizo un detenido examen de la que podríamos llamar historia económica comunitaria y planteó lo que yo denomino “crítica de Larraz”, pues este político e intelectual español planteó esta cuestión en un veterano artículo en “Arbor”. Rojo en este sentido señaló: “Seguramente tienen parte de razón quienes sostienen que la experiencia comunitaria de más de veinticinco años muestra que la articulación de los intereses económicos no puede sustituir al impulso político en la construcción de una Europa unida. También, es cierto, sin embargo, que ningún importante político podrá pasar por encima de los intereses económicos. Tal vez el panorama actual lleve a aceptar que los intereses económicos europeos se verían favorecidos, ahora, por un nuevo impulso hacia la unidad”. ¿Otro cuarto de siglo después, no sigue teniendo validez plena?

Digo lo mismo respecto a los problemas básicos españoles frente a la que se podría denominar línea fundamental básica del mundo comunitario. Porque en el momento de nuestro ingreso en ese nuevo mundo, señala con justeza Rojo, y también de aquellos polvos iniciales vienen algunos de los lodos actuales, porque había “que aceptar que la acumulación de problemas y desequilibrios de los que partíamos eran muy fuertes en términos relativos y que nuestra política de ajuste ha sido más gradual que la practicada por el núcleo de las economías comunitarias; de modo que, al registrarse nuestra incorporación formal a la Comunidad, nos hemos encontrado distanciados de esas economías por diferenciales adversos y de magnitud importante en ámbitos tales como la inflación de salarios y precios, por grados considerables de intervención e inflexibilidad en mercados tales como el laboral y el financiero y por retrasos sustanciales en los ajustes productivos y el saneamiento de las empresas públicas... Así que España tiene por delante un periodo de convergencia creciente de su política económica hacia las líneas básicas señaladas por la evolución de los países centrales de la CEE”. Y vuelvo a insistir, en aquellos momentos en los que todo esto se exteriorizaba en un notable déficit de nuestro comercio exterior, ¿que no tiene un notable paralelismo con los tiempos actuales? Me atrevo a decir que el arco que entonces construía la Administración de Felipe González ha enlazado con el que ha intentado culminar la Administración de Rodríguez Zapatero.

El 24 de noviembre de 1987, vuelve Rojo a intervenir con el tema titulado “Incertidumbre financiera y desequilibrios económicos”. Nunca ninguna crisis económica es semejante a otra, pero merece la pena tenerlo en cuenta respecto a lo que ahora mismo nos sucede, en medio de otra, por supuesto, mucho más violenta que la que se inició con un fuerte desplome de las Bolsas el 19 de octubre de 1987. Desde luego es evidente que algo nos suena cuando, en primer lugar, se nos dijo entonces por el profesor Rojo “que las dificultades registradas por los grandes sistemas financieros tienden a transmitirse con rapidez a través de las fronteras, especialmente en un sistema tan integrado como el actual... Que las transformaciones e innovaciones financieras de los últimos años han llevado a sistemas más competitivos, completos e integrados, pero también a sistemas con

importantes elementos de vulnerabilidad... Que la fragilidad de esos sistemas viene siendo alimentada, desde hace varios años, por los desequilibrios de la economía real y por la ausencia de una coordinación efectiva de los grandes países industriales para corregirlos”. Y precisamente es actual –basta consultar las estadísticas de los doce meses que se cierran en mayo de 2011, con un déficit comercial norteamericano colosal, de 691.500 millones de dólares y uno por cuenta corriente, en los tres últimos trimestres de 2010 y el primero de 2011, de 471.900 millones de dólares– lo que señalaba entonces Rojo: “La expresión básica de los actuales desequilibrios de la economía mundial es el déficit de la balanza de pagos por cuenta corriente de los Estados Unidos, que alcanzaría una cifra del orden de los 160.000 millones de dólares en 1987 (el 3,5% del PNB) –en 2011, de 3,3%–, prácticamente los mismo [nota de J. V. F.]... Hay quienes señalan, en Estados Unidos, que el déficit exterior norteamericano puede seguir siendo financiado por el resto del mundo sin problemas y que las estimaciones que fijan la posición financiera neta exterior del país... están notoriamente exageradas... La opinión de los mercados y de la gran mayoría de los expertos coincide, sin embargo, en que el déficit exterior norteamericano no puede sostenerse –es decir, no puede ser normalmente financiero– a los niveles actuales y que ha de reducirse en consecuencia”.

El 13 de febrero de 1990 se ocupó el profesor Rojo de una cuestión fundamental desde el punto político –el final de la Guerra Fría– y como acontece en toda contienda, quien es derrotado experimenta toda clase de conmociones y políticas internas –cambios en los Gobiernos y a veces en los sistemas económicos– y externas: pérdidas de territorio, todo lo cual acaba por crear crisis económicas importantes. Tituló su intervención “La URSS, sin plan y sin mercado”. Previamente se había producido un fenómeno nuevo: el eurocomunismo. Desde ese punto de vista del eurocomunismo, Eric Hobsbaum, en una entrevista publicada, tras un diálogo con Fabio Mussi y Giuseppe Vacca, aparecido en *Rinascita*, el 25 de marzo de 1977, n° 12, págs. 11-13, señalaba “que la mayoría del pueblo inglés, como la de otros pueblos, se ha dado cuenta de los aspectos negativos de la URSS mucho antes que nosotros”. A partir de ahí era evidente la aparición de una crisis en la entonces sociedad soviética, agravada por su papel central

en la Guerra Fría. El impulso de Reagan de la “guerra de las Galaxias” no pudo ser replicada por la débil economía soviética y, de pronto, todo se derrumbó. Luis Ángel Rojo lo señala ahí con claridad: “El bajo nivel de consumo soviético sólo puede mejorar atacando el problema en sus raíces, es decir, reduciendo los gastos militares, moderando el esfuerzo interior a cambio de un aumento de su productividad y, de modo general, haciendo más eficiente todo el sistema productivo. Esto requiere, naturalmente, una transformación profunda del sistema de ordenación de las relaciones económicas en la URSS”.

En esta intervención todavía Rojo no percibe que la Perestroika es ya el principio del final: “La Perestroika –decía– no pretende, por tanto, desmontar el socialismo sino sanarlo, corrigiendo una desviación frente a lo que ya previno Lenin y cuyas consecuencias negativas ha mostrado el paso del tiempo”. ¿Suponía Rojo que se iba a producir una NEP (esa Nueva Política Económica, practicada de 1921 a 1927)? Da la impresión de que era realista, al resaltar los fracasos que en el terreno económico pasaba a tener Gorbachov, que sintetiza lógicamente así: “En fin, reducción de la cuota de inversión de la economía ha llevado a desatender las necesidades de reposición y mejora del capital en sectores importantes, como el energético, que se encuentran con graves riesgos de no poder mantener su ritmo de actividad en el próximo futuro. En el ámbito del consumo, las reformas han ido acompañadas de mayores escaseces, racionamiento y multiplicación de los mercados negros, y esto ha reducido aun más las motivaciones de las poblaciones para trabajar”.

Era difícil hacer un pronóstico de lo que vino después, ya que se encontraba perturbado porque, como señalaba Rojo, “nadie sabe qué es la «economía de mercado planificada» que Gorbachov propone como objetivo de su reforma. Los impulsores de ésta habrán renunciado ya, probablemente, a seguir tomando como referencia útil la NEP, que respondía a otros tiempos y otro nivel de complejidad de la economía soviética; es dudoso que tengan ideas plenamente definidas sobre temas tales como la combinación de formas de propiedad –estatal, cooperativa, privada– que desean para la empresa en un horizonte razonable o la secuencia óptima

de las reformas”, aunque era evidente, como ocurrió, que “el eje de las reformas habrá de ser la introducción decidida de una estructura razonable de precios y la simultánea aplicación de una disciplina financiera a las empresas no privatizadas –la privatización será inevitablemente, un proceso lento–, de modo que se han de reducir los costes, evitar las pérdidas, distribuir con prudencia los beneficios y estudiar la rentabilidad de sus inversiones y su financiación si quieren sobrevivir”. Todo esto, repito, se exponía el 13 de febrero de 1990, y un año exactamente después, el 12 de febrero de 1991, bajo el título de “La reforma económica y la crisis del Imperio Soviético” Rojo vuelve analizar estas cuestiones. Cuando en ninguno de los otros pronósticos que se hacían por aquel entonces, se hallaba mejoría posible alguna sobre estas perspectivas, daba la impresión de que se jugaba con una frase de Segismundo Moret: que al comenzar a esfumarse la noche y alborar el día, ¡con cuánta confusión se observaba el panorama circundante! Y el planteamiento que hace Rojo, no era precisamente de alguien que no percibiera con bastante claridad lo que iba a suceder. No en vano el 9 de noviembre de 1989 se había comenzado a destruir el Muro de Berlín, con todo lo que ello significaba de derrota forzosa de la Unión Soviética en su confrontación con la OTAN.

Que la cuestión era apasionante, todos lo sabemos, porque fue el final de la Guerra Fría con todas sus consecuencias. Es lo que trata el profesor Rojo en su segunda intervención al indicar que “el sistema de planificación central y propiedad pública de los medios de producción se había mostrado incapaz de ordenar una economía moderna de complejidad creciente”.

Por todo lo dicho, al comenzar el año 1990, sobre la economía soviética pesaban tres serias e interrelacionadas cuestiones: “Era precisa una estabilidad monetaria y fiscal de la economía. Había que reducir el déficit público –que se aproximaba al 10% del PIB– hasta niveles que permitiesen su financiación sin recurrir a fuertes expansiones monetarias, y ello requería, por un lado, un reforzamiento de los ingresos fiscales y, de otro, una reducción de los gastos públicos... En el área fundamental de los precios... este tema resultaba básico... para cohesionar la economía soviética con el resto del mundo mediante unos flujos comerciales relativamente

libres –con una protección arancelaria razonable– y para normalizar los mercados interiores... El tercer ámbito se refería al tema... de la reforma de las empresas, donde las dificultades planteadas por la privatización eran tantas que no cabía pensar en avances muy rápidos... Y las consecuencias normales de esa mayor disciplina obligaban a diseñar inmediatamente un sistema adecuado de seguro de desempleo”.

El resultado de las dificultades de admitir con urgencia, contundencia y pulcritud, esa política económica, fue, como todos sabemos “el rápido deterioro de la economía soviética y el proceso de desintegración del Imperio”, con la aparición de numerosas y crecientemente potentes inquietudes nacionalistas. Expuso así Rojo cómo era ya evidente la desintegración política de la Unión Soviética de modo pormenorizado. Fue, por consiguiente, este académico, un buen cronista del hundimiento de una curiosa situación imperial creada sobre la base de una utopía.

La siguiente intervención académica del profesor Rojo fue la contestación al discurso de ingreso –que sucedía a Gonzalo Arnáiz, el importante estadístico– del excelente economista Julio Segura Sánchez, en la sesión del 11 de febrero de 1992. Veamos algunas cuestiones aparte de una brillante presentación de la biografía del profesor Segura, que había iniciado su carrera académica previamente en la cátedra de Luis Ángel Rojo. Quedó así marcado para el futuro el binomio formativo del profesor Segura: “Comenzó enseñando –señala Rojo– macroeconomía, aunque se dedicó a la microeconomía –sin duda por llevarme la contraria–... Su otro mentor, en aquellos primeros años, fue el profesor Arnáiz Vellando, quien impulsó y supervisó su sólida formación matemática y estadística, y mantuvo, durante el resto de su vida, una relación casi paternal con el nuevo académico”. Y con ese motivo Rojo agrega algo importante: “Cuando el profesor Segura inició sus tareas docentes e investigadoras, la macroeconomía vivía, sin embargo, una fase de marea alta, y la microeconomía resultaba menos atractiva por sus mayores exigencias formativas y por la menor relevancia aparente de sus aplicaciones. Desde entonces han cambiado mucho las cosas: los hechos se han encargado de moderar las pretensiones excesivas de la macroeconomía y ésta ha procedido, en respuesta a sus problemas,

a revisar y mejorar sus fundamentos microeconómicos; al mismo tiempo, la economía aplicada ha reducido su concentración en el estudio y la regulación de los grandes agregados y ha pasado a dedicar una atención reciente a problemas de asignación de los recursos, funcionamiento de los mercados y diseño de instituciones, en beneficio de las aproximaciones microeconómicas”.

Un dato más que no debe olvidarse, aporta Rojo en esta presentación: “Las actividades del profesor Segura evocan, en cierto modo, las sostenidas, cien años antes, por León Walras, quien defendía la competencia perfecta desde el punto de vista de la eficacia –es decir, en el ámbito científico, donde habría de dominar el criterio que él denominaba de veracidad–, pero advertía sobre los peligros de aplicar la solución competitiva de un modo mecánico a los problemas reales de la economía aplicada y denunciaba las consecuencias que podrían derivar de su aportación al dominio de la economía social, cuyo criterio era la justicia”. Y quizás no está de más señalar que, como indica Rojo, en la traducción de Segura de los *Elementos de Economía Política Pura* de Walras se “insista... en la conveniencia de considerar (el total de la obra walrasiana)... como un todo que incluya, junto a su análisis teórico puro, sus contribuciones a la economía aplicada y la economía social y se esfuerce por rescatar estas últimas del limbo al que las han relegado opiniones de autores posteriores, especialmente las de Schumpeter en su *Historia del Análisis Económico*. Walras consideró que, en esos trabajos, había logrado una síntesis del liberalismo y socialismo, pero es sabido que el paso del tiempo rara vez deja de delatar incoherencias y grietas en esas supuestas síntesis”.

No deja de destacar Rojo otro detalle que se encuentra precisamente larvado de modo jurídico, en la actual crisis española, y que Segura expone de modo perfecto en su discurso de ingreso que había titulado “La industria española y la competitividad”. Lo hace al indicar que “el profesor Segura ha destacado, en su discurso, la relación entre competitividad industrial y exportaciones, haciendo de éstas una variable básica, junto con el ahorro, para mantener un crecimiento estable de la economía española –aunque el problema es obviamente más amplio, porque se refiere a la capacidad



general de nuestra industria para competir con los productos extranjeros tanto en los mercados exteriores como en el mercado nacional—”.

Añade Rojo una crítica muy importante y permanente: “No es ésta la hora alta del proteccionismo; pero hay otros caminos para buscar la transparencia de rentas de la sociedad hacia empresas o sectores específicos; y no pocos de los que exigen una mayor atención a los problemas de nuestra industria continúan buscando, hoy como en el pasado, un acceso a los recursos públicos que permita sostener empresas ineficientes y mantener empleos en actividades sin futuro. Estas actitudes deberían quedar excluidas de cualquier planteamiento actual de nuestra política industrial”.

Y una polémica final, realmente sabrosa e importante entre Rojo y Segura. Señala el primero que el segundo “aduce... que la experiencia de la última devaluación de la peseta, a finales de 1982, no permite sostener la idea de que sus efectos sobre la competitividad son escasos o poco duraderos; y éste —agrega Rojo— es el único punto de su discurso que no puedo seguirle. La realidad de esa experiencia es que, a finales de 1984, la inflación se había encargado de situar el tipo de cambio real de la peseta frente a la CEE en el nivel en que se encontraba antes de la devaluación de diciembre de 1982, y ello a pesar de que la modificación cambiaria había sido seguida de una política monetaria fuertemente restrictiva, y de que la tasa de paro se situaba, a finales de 1984 en el 22% de la población activa... La mejora de nuestra balanza de pagos por cuenta corriente, en los años centrales de la pasada década, se debió mucho más a la recuperación de la economía y el comercio mundiales, a la loca carrera de apreciación del dólar y a la debilidad de nuestra demanda interna que a la ganancia pasajera de competitividad proporcionada por la devaluación”. Ante ciertas realidades añoradas ahora mismo, no es malo este análisis de Rojo.

Y respecto a la oposición de Segura a una privatización generalizada de las empresas públicas, Rojo, con cierta ironía señala que “al profesor Segura no le extrañará... que una parte de sus oyentes hayan escuchado, probablemente, estas consideraciones y propuestas con ojos vidriosos; y no porque pertenezcan al grupo de un oponente ideológico, sino porque



conocedores de la historia real de la empresa pública en España, sólo habrán podido decir en su interior, al escuchar ideas tan razonables: Así sea. Y creo que ese Amén no contiene un ápice de enmendar, sino un escepticismo nacido del cansancio”.

El 20 de febrero de 1992 interviene Luis Ángel Rojo en la sesión ordinaria de la Real Academia de Ciencias Morales y Políticas en relación con una cuestión que iba a apasionar en el mundo europeo. Se titulaba “La Unión Monetaria en los Acuerdos de Maastricht”. Como muy bien señaló Marcelino Oreja Aguirre, liquidada la Guerra Fría, los Estados Unidos podían pasar a considerar a la Comunidad Económica Europea no como un aliado contra una Unión Soviética y sus aliados que se desplomaba, sino como un rival económico. Rojo señala en ese sentido que “el desplome de los sistemas comunistas del Este de Europa y de la Unión Soviética y el fin consiguiente de la Guerra Fría”, más la dramática situación de estas economías “que han de emprender un camino “inevitablemente muy largo y muy duro que (conduzca)... al funcionamiento normal de los mecanismos del mercado, y la desarticulación y desgarramiento de esos Estados plantean a los restantes países de Europa problemas muy graves que se expresan en necesidades cuantiosas de financiación, movimientos migratorios y el riesgo de convulsiones políticas... En tales condiciones, la ampliación de la Comunidad, en un proceso más rápido del previsto hace pocos años, parece lógico e inevitable. Por una parte, un conjunto de países que se sientan liberados de sus anteriores restricciones como consecuencia del fin de la Guerra Fría –Austria, Suiza, Suecia, Noruega, Finlandia–, están llamando, con mayor o menor premura a las puertas de la Comunidad”, aparte del “establecimiento de vínculos especiales de asociación con países «ex-comunistas» del Centro y el Este de Europa, como factores de estabilidad y como preludeo de incorporaciones eventuales”. De ahí la necesidad de dar el salto primero, definitivamente, el de la revisión arancelaria de todo el ámbito comunitario que se decidió se iniciase el 1 de enero de 1993, sino emprender, tras el preludeo del Sistema Monetario Europeo que venía funcionando desde 1979, y que en realidad, a través del famoso *ecu*, era un patrón monetario marco alemán y el avance de una unión monetaria”, un avance posterior. Esta Real Academia, con la Fundación Ramón Areces

organizó un ciclo de conferencias y previamente ésa fue la encomendada a Luis Ángel Rojo. Tras explicar los rasgos del Sistema Monetario Europeo efectuó en esa exposición una muy conocida exposición, ahora ya sobradamente analizada, pero que entonces importaba mucho que se puntualizase, y en especial, que para España se dijeran algunas cosas. Por ejemplo, esto sostuvo Rojo: “Hay que indicar que lo que puede esperar cada país comunitario de su participación en... (la Unión Monetaria) no es homogéneo... La Unión aparece, en principio, como más beneficiosa para los países del área que registran tendencias inflacionistas persistentes y se presenta, en cambio, como menos atractiva, hoy por hoy, para la República Federal de Alemania en cuanto centro de estabilidad y de irradiación de influencia monetaria en la zona”. Después, esto se matizaría mucho, y la prueba, en un caso concreto iba a ser la renuencia de la libra esterlina a disolverse en la nueva moneda comunitaria.

En una exposición hoy sobradamente conocida, pero que entonces debía ser divulgada, Rojo lanza tres mensajes. Uno: que “a diferencia de lo que ocurre en el terreno monetario no se contempla aquí una política común (presupuestaria), aparte de la existencia de un presupuesto comunitario cuyo montante no alcanza el 1,5% del PIB del conjunto de la Comunidad”. Ahora vemos con bastante claridad que esta observación no era precisamente baladí.

Sobre la supervisión a través de “la proporción entre el déficit público y el PIB y “entre la deuda pública y el PIB”, advierte que “esos valores de referencia introducen en el sistema de supervisión una apariencia de precisión engañosa y perturbadora, puesto que tales números –o cualesquiera otros que se hubieran utilizado en su lugar– carecen de un significado económico unívoco. Concretamente, la significación económica del número que expresa la proporción entre el déficit público y el PIB de un país depende de cuáles sean la proporción del ahorro privado y la proporción de la inversión interior sobre el PIB de esa economía en el periodo considerado, porque solo así puede apreciarse el papel que el déficit público está desempeñando en relación entre el gasto y el producto agregado y, por tanto,

respecto de la presión de la demanda y el saldo de la balanza de pagos por cuenta corriente.

Todo esto impresiona, pero aun más el tercer mensaje: “Cuando un país miembro de la Unión se vea afectado por una «perturbación asimétrica» negativa, la falta de recursos a la política monetaria y a la depreciación cambiaria le harán depender de un ajuste basado en la flexibilidad de los costes y los precios internos y en la movilidad de la mano de obra, y si esa flexibilidad y esa movilidad son bajas –y lo son– el ajuste tenderá a ser lento, largo y costoso”. Y ahora lo comprobamos. Una observación: Rojo no se refiere en esta aportación para nada a España, aunque esté implícita la cuestión, como se ha visto, más de una vez, salvo en la última línea que transcribo textualmente: “En tales circunstancias, el deseo de mantener un papel relevante en Europa hará aun más necesario el proceso de convergencia de España”.

El 22 de marzo de 1994, en un momento en el que se planteaba con claridad patente una crisis económica en España, Luis Ángel Rojo expuso en la Real Academia de Ciencias Morales y Políticas el asunto titulado “Algunas reflexiones sobre las perturbaciones recientes en los mercados financieros internacionales”. La primera parte de esa intervención es, sencillamente, una magnífica crónica de lo sucedido realmente a partir del 2 de agosto de 1993, la fecha en que tuvo lugar la ampliación de las bandas de fluctuación de las monedas europeas al  $\pm 15\%$ . Pero las conmociones provocadas que el profesor Rojo redacta de modo primoroso y clarísimo, exigían una explicación, y he aquí ésta que, de algún modo, llega hasta estos momentos: “Aunque se acepte que los mercados financieros han podido reaccionar de manera exagerada a cambio de menor magnitud tanto en los indicadores como en las señales de política económica, los factores que parecen estar detrás de las perturbaciones experimentadas recientemente por los mercados... apuntan a problemas de mayor calado para la economía mundial. Me refiero, por una parte, a las dificultades para la coordinación de las políticas económicas de los principales países, y por otro, a los problemas derivados de la globalización de los mercados financieros”. Y esto último complicado porque “la liberalización de los movimientos

de capitales, en combinación con una tecnología en rápida expansión y de las telecomunicaciones ha traído consigo una notable internacionalización de las carteras internacionales. El proceso de institucionalización del ahorro –mediante el cual los activos financieros del sector privado han tendido a concentrarse en grandes inversiones institucionales– ha contribuido también a este proceso, puesto que la gestión de estas entidades descansa, de manera crucial, en la diversificación de riesgos por monedas, por instrumentos, por plazos y por contrapartida”. ¿No son estos párrafos de lectura diaria en los textos de cualquier comentarista solvente de lo que está ahora mismo sucediendo en el ámbito de la crisis económica actual?

Y una referencia a España, en la parte final de intervención que ahora no puede echarse en saco rato, y que impresiona por su justeza: “La tendencia y la sobrerreacción de los mercados españoles de deuda, que ha hecho que las alzas de los tipos a largo plazo hayan sido más cuantiosas que en otros países, puede mostrar una mayor sensibilidad de los inversores a la vulnerabilidad potencial de la economía española frente a los episodios de inestabilidad financiera. Sensibilidad que en última instancia podría repercutir en unas expectativas adversas para la deuda pública española si no se perciben con claridad los criterios de disciplina y estabilidad que deben presidir la orientación de la política económica a medio y largo plazo”.

No puedo, por menos, cuando redacto esto en agosto de 2011, de irritarme porque todo estaba dicho ya en 1994, hace ya diecisiete años. Impresiona un poco. Como impresiona, esta vez refiriéndose a México, la aportación de Luis Ángel Rojo Duque, el 28 de febrero de 1995, titulado “Alguna reflexión sobre la crisis mejicana”, es que derivaba de la ultrafamosa declaración de Jesús Silva Herzog ante el Fondo Monetario Internacional, en el verano de 1982, de la que nada se dice en esta aportación, cuando este economista y político mexicano mostró la imposibilidad de que su país pudiese hacer frente –y en realidad gran parte de Iberoamérica– a sus pagos de deuda externa, con las consecuencias inmediatas que se originaron de inmediato en toda la región. Porque México se encontraba en una especie de cénit a partir del inicio de su revolución en noviembre de

1910, dirigida entonces por un ala liberal de la burguesía leal, encabezada por Francisco I. Madero contra los cuarenta años que llevaba la oligarquía terrateniente en el poder, en aquellos momentos, con la dictadura de Porfirio Díaz. La evolución de la revolución mexicana pareció llenar de maravilla a todos los que la contemplaban. Léase por ejemplo el largo artículo de Adolfo Gilly, “La Revolución Mexicana, ruptura y continuidad”, publicado por primera vez en *Politica Internazionale*, julio-agosto 1970, nº 7-8, y reproducido, con alguna ampliación en la revista de la Facultad de Economía de la UNAM, *Investigación Económica*, octubre-diciembre 1977, vol. XXXVI, nº 4, págs. 171-187. Al analizar la situación –por supuesto desde una muy discutible dialéctica marxista– Gilly llegaba a la conclusión de que todo indicaba “que el nacionalismo mexicano, el movimiento histórico surgido de la Revolución Mexicana, se encuentra ante una frontera”. Y he aquí, como relata maravillosamente el profesor Rojo en esta aportación, la ampliación de esa frontera tras 1994 y la llegada, dentro del monopolio del PRI, del presidente Zedillo, se convirtió en un colosal fracaso. Porque éste, tras su toma de posesión se encontró con una situación económica imposible: “La sobrevaloración del peso incluía un fortísimo déficit exterior por cuenta corriente que los capitales exteriores, en abierta retirada, no estaban en condiciones de financiar. Las reservas exteriores habían bajado tan fuertemente que no bastaban para atender los vencimientos de los pasivos generados por el Banco de México, los Tesobonos, que habían de empezar a producir con rapidez en los primeros meses de 1995. México se encontraba, en definitiva, con un problema muy grave de balanza de pagos y con el alto riesgo de tener que afrontar una crisis de liquidez en sus pagos exteriores en un futuro muy cercano”. La conclusión de Rojo, después de estudiar pormenorizadamente esta crisis es: “En el caso de México, no hay duda de que los acontecimientos políticos tuvieron una gran importancia en el desencadenamiento de la crisis en 1994; y tampoco hay duda de que las autoridades mexicanas cometieron un grave error al tratar de mantener un peso fuertemente sobrevalorado y ocultar la pérdida de reservas con la emisión de pasivos a corto plazo indiciados en dólares cuando comenzaron a desencadenarse los factores concluyentes a la crisis”. Naturalmente esta crisis apareció con fuerza al revisarse al alza el riesgo en los países iberoamericanos, lo que acarreó ventas

masivas de títulos, concluyendo Rojo que estas ventas “incluso han afectado a economías industriales como Italia, España, Suecia y Francia, y los efectos negativos se han extendido a Estados Unidos”.

El 18 de noviembre de 1997, en la sesión de la Real Academia de Ciencias Morales y Políticas se trata, en un ciclo, la cuestión de la Unión Monetaria Europea. Era el momento en que, tras el triunfo electoral de Aznar, éste había señalado que se trataba de uno de los objetivos fundamentales de su Administración. Correspondió, en ese ciclo, al profesor Rojo, hablar del tema “El ajuste monetario”, que centró en los problemas de ajuste monetario que habría de afrontarse en el periodo que concluiría el 1 de enero de 1999. Es bueno repasar los progresos que van, desde nuestra selección como miembro de la Unión Económica y Monetaria el 2 de mayo de 1998 a el 1 de enero de 1999. Destaca algo que se nos ha olvidado a muchos en prácticamente todos los países: que “la selección inicial de países no se fundamentará tan sólo en el examen del cumplimiento de los criterios de convergencia en sentido estricto, sino que prestará también una gran atención al tema delicado de la sostenibilidad o continuidad de la convergencia en los distintos países, destacando ya entonces que: “Grecia no cumplirá los criterios de convergencia requeridos”. Y por entonces surge la división actual en relación con los tipos de interés a corto plazo. Rojo nos indica que Alemania, Francia, Bélgica-Luxemburgo y Holanda, Dinamarca, Finlandia y Austria “apenas se desvían del tipo alemán”; que era entonces el 3’30%; pero España, Portugal, Italia e Irlanda se apartaron de ese tipo, teniendo respectivamente 5%, 5,5%, 6,5% e Irlanda por encima del 6%. Estos son datos históricos, que no se han rectificado. Anoto, de acuerdo con las cifras del 1 de septiembre de 2011 de Thomson Reuters que los tipos de interés en los bonos a 10 años de esos mismos países: Alemania, 2,14%; Francia, 2,85%; Bélgica-Luxemburgo, 4,03%; Holanda, 2,56%, mientras España tiene 5,05%; Portugal 10,28%; Italia, 5,15% e Irlanda 8,59%. De 1997 a 2011 –el día que cierro este trabajo– no han cambiado esencialmente los dos grupos de la Unión Económica y Monetaria que ofrecía Rojo. Y ya entonces Grecia, en los tipos de interés de los demás, presentaba el 13% y el 1 de septiembre de 2011 el 18,32%. Y Rojo se atrevió a decir

–y conviene que estas prioridades se conozcan– “que los países con tipos más altos... tienen ante sí un horizonte bastante incierto”. Y añade algo más que también fue profetizado entonces: “Francia, apoyada por Alemania viene diciendo... que el Banco Central Europeo deberá conducir su política monetaria común teniendo en cuenta sólo la posición de los países más estables del área. Yo no sé –continúa Rojo– si se dan cuenta de que... tal política tendría un rasgo claramente inflacionista...”, como por supuesto supuso para España, creando tipos de interés negativos y, con ello, ese fuerte colosal de endeudamiento que padecemos.

De alguna manera, porque existen coincidencias; da la impresión de que esa intervención del profesor Rojo fue algo así como el preludio, o el guión previo de un libro del Banco de España, *La Unión Monetaria Europea. Cuestiones fundamentales* (Madrid, 1997).

También en 1997, Luis Ángel Rojo escribió la “Presentación” del número 73 de *Papeles de Economía Española*, preparado conjuntamente por la Real Academia de Ciencias Morales y Políticas, la Fundación Ramón Areces, la Fundación Banco Bilbao Vizcaya y la Fundación Caja Madrid. Se dedicaba este número a una Tribuna Joven, titulada “Nuevos historiadores ante el desarrollo contemporáneo de España”, y recoge un ciclo de sesiones celebrado en la Real Academia de Ciencias Morales y Políticas. Destaca muy especialmente, y por supuesto, con toda justicia, el papel que ha tenido en ese volumen el profesor Martín Aceña, al escribir que “es un destacado exponente (del imponente avance registrado por la Historia Económica entre nosotros y en estos años)... Su obra, abundante y valiosa ha girado en torno a dos temas básicos: la política monetaria española y la historia de la modernización industrial de España... Un aporte muy importante de la tarea investigadora del profesor Martín Aceña se ha centrado... en la historia del Banco de España como institución privada hasta su nacionalización en 1962... Los trabajos del profesor Martín Aceña, elaborados desde una concepción actual de la historia bancaria y un dominio de las modernas técnicas de análisis monetario, son de una gran calidad. Nadie mejor que él, por tanto, para ofrecernos una visión histórica del Banco de España”.



Finalmente esta tarea de 1997 concluye con las palabras de clausura del profesor Rojo a la obra coordinada por José María Serrano Sanz, *La política monetaria y la inflación en España* (Real Academia de Ciencias Morales y Políticas, Madrid, 1997), en la que se recogía un ciclo de conferencias, que: “refleja la labor compleja y diaria de todos el Servicio de Estudios (del Banco de España), bajo la orientación de su director, José Luis Malo de Molina, y los subdirectores, José Viñals y Rafael Álvarez”. Y puntualiza con autoridad y lógica: “La política monetaria no puede ir a rastras de los acontecimientos. Sus decisiones, de gran importancia para el comportamiento de los niveles generales de precios a medio y largo plazo, han de basarse, por el contrario, en conjeturas fundadas sobre la evolución futura de la economía y sobre su incidencia probable sobre los precios, sobre las vías de transmisión de los efectos resultantes de las decisiones de política monetaria y sobre los retrasos y la intensidad con los que se desplegarán esos efectos”.

Esta última lección concluye, pues, un espléndido conjunto de aportaciones que quedarán para siempre unidas a la mejor historia de la Real Academia de Ciencias Morales y Políticas a lo largo del periodo 1984-1997. Y creo que hago muy bien robándole de un trabajo suyo unos versos de Kavafis que ciertamente, a todo el que investigue algo de la obra de Luis Ángel Rojo, sabe que ha sido, hasta su muerte, el lema de su vida, y me atrevería a agregar, el de muchos economistas que le tienen por maestro:

Honor a aquellos que en su vida  
Custodian y defienden las Termópilas.  
.....  
Y más honor aún les es debido  
Si prevén (y muchos lo prevén)  
Que Efiálfes aparecerá finalmente  
Y pasarán los persas.



## LUIS ÁNGEL ROJO: HISTORIADOR ECONÓMICO

*Pablo Martín-Aceña*

El 24 de mayo de 2011 falleció Luis Ángel Rojo Duque a la edad de 77 años. Para los historiadores económicos, como para muchos otros intelectuales y hombres de ciencia, su muerte ha supuesto una dolorosa pérdida. Ha desaparecido uno de nuestros más ilustres y lúcidos miembros. Durante su larga y provechosa vida profesional, Rojo desempeñó una intensa actividad como historiador de la economía y del pensamiento económico. Y al mismo tiempo desde sus distintas responsabilidades en el Banco de España promovió y apoyó toda clase de estudios relacionados con la historia económica.

La obra del Ángel Rojo historiador es amplia y de indudable trascendencia. Me referiré sólo a algunas de sus aportaciones más sobresalientes. En 1976 en un escrito como *Inflación y crisis en la economía mundial*, Luis Ángel Rojo ya dejó una notable señal de su convicción de que para entender el presente es imprescindible echar la vista atrás, aunque solo sea algunas décadas. Y eso hizo en este texto, en el que revisaba tres decenios de economía mundial dominados por la ortodoxia keynesiana. Recordaba lo que habían representado treinta años de ortodoxia keynesiana, el posterior ascenso del monetarismo y las causas de la inflación de los años sesenta y de la crisis de los setenta. Y además nos ofrecía una crítica de lo que hasta entonces había sido su credo intelectual. Historia económica pura fueron asimismo sus dos ensayos sobre la evolución de nuestra economía más reciente: “La crisis de la economía española, 1973-1984” y “La economía española en la democracia, 1976-2000”. En ambos se conjugan la mirada del economista, del politólogo y del historiador. Escritos con un lenguaje directo y claro, estas páginas son una excepcional atalaya para conocer los éxitos y fracasos de nuestro sistema socioeconómico.

Como historiador Rojo también cultivó la historia del pensamiento económico y lo hizo con el bagaje que es precioso tener: una formación teórica profunda y unas lecturas amplias y bien ordenadas. Cuatro preciosos ensayos lo demuestran. El primero, “Veblen e institucionalismo americano”, publicado en 1970. Arranca en los escritos de Tocqueville para luego recorrer la historia de los Estados Unidos de la mano de sus principales pensadores. Disecciona la obra de Veblen hasta sus últimos detalles para exponer sus aciertos y debilidades y al tiempo mostrarnos las claves del desarrollo financiero de la gran potencia y del papel desempeñado por sus instituciones y por la tecnología. Otra muestra es su excepcional trabajo “La crítica de Marx a la economía política clásica”, de 1983. Con una rigurosidad difícil de superar nos decía que resultaba paradójico que la visión más potente y sugestiva de cuantas ofreciera del capitalismo la segunda mitad del siglo XIX se elaborase desde una ideología que aspiraba al derrumbamiento final del sistema y se presentase unida a una crítica radical de la economía política. Rojo demostraba tener un profundo conocimiento de la obra de Marx y ofrecía un penetrante estudio del socialismo científico y de los defectos de la economía política del capitalismo. También de 1983 fue “Historia y economía en el Imperio alemán”, donde se propuso enfrentar el pensamiento económico de la Alemania de la tardía pero rápida industrialización decimonónica con las ideas de la economía clásica inglesa. Y de lectura obligatoria para todos los interesados en el período de entreguerras es el texto “El pensamiento económico ante el paro y la crisis, 1919-1939”, sin duda el mejor escrito en lengua española sobre aquellas atribuladas décadas.

Pero es sin duda *Keynes, su tiempo y el nuestro*, publicado en 1984 una de sus contribuciones más notables donde logra conjugar cuatro disciplinas de conocimiento: la biografía, la historia económica, la historia del pensamiento económico y la teoría monetaria. El apunte biográfico repasa la vida personal, académica y profesional de Keynes y como las tres facetas están íntimamente vinculadas. El protagonista del libro es el tiempo –la historia– y nos cuenta el papel desempeñado por el británico en cada una de las vicisitudes históricas que le tocó vivir: los años posteriores a la primera guerra mundial, la difícil etapa

de los años veinte, la gran depresión y el mundo de la posguerra mundial, en el que tuvo una protagonismo excepcional como hacedor de los acuerdos de Bretton Woods. Rojo estudió a Keynes en su tiempo desde el nuestro para concluir que su figura debía ser siempre fuente de inspiración.

Y un último botón de muestra del Rojo historiador fue su discurso de entrada en la Real Academia Española en el año 2003. Nos aproxima a través de la literatura del insigne novelista canario, observador profundo y español lúcido de la sociedad madrileña de la segunda mitad del siglo XIX. Nos describe las transformaciones sociales y urbanas que se estaban registrando, los nuevos transportes, el frenesí constructor y la especulación financiera. A través de Galdós se nos ofrece un retrato certero de la economía de Madrid, de los oficios, del nivel de vida, de la vivienda, de los alimentos, de los mercados; se trata de una ciudad pobre y con una desigualdad de la renta evidente, atrasada, pero en ebullición y donde se va formando una clase media cada vez más densa. Son ochenta páginas de historia económica sin desperdicio<sup>1</sup>.

En el Banco de España, desde su llegada en 1971 cuando ocupó la dirección del Servicio de Estudios, y luego como subgobernador, entre 1988 y 1992, y como gobernador, entre 1992 y 2000, de la institución, Rojo ha sido el gran valedor de la historia económica. Su huella es profunda e imborrable en dos ámbitos diferentes pero bien relacionados. Uno de ellos, el menos conocido, fueron sus desvelos por convertir la Biblioteca del Banco en una de las mejores del país y de Europa en el ámbito de la economía.

La Biblioteca del Banco de España tiene su origen en la que el Servicio de Estudios comenzó a formar desde el momento de su fundación en 1930. Olegario Fernández-Baños y Germán Bernácer pensaron con

---

<sup>1</sup> Los escritos de Luis Ángel Rojo en el ámbito de la historia económica y sus ensayos sobre pensamiento económico están reunidos en su libro *Ensayos de economía y pensamiento económico*. Publicaciones de la Universidad de Alicante, 2004.

acertado criterio que la investigación requería de una base documental rica y lo más amplia posible e impulsaron la compra de libros y la suscripción a revistas de economía españolas y extranjeras. Como tantas otras empresas, la guerra civil interrumpió las compras; luego durante más de veinticinco años la Biblioteca quedó sumida en un profundo letargo, con escasas adquisiciones, si bien por fortuna se mantuvieron las suscripciones más importantes. Su renacimiento se produjo a partir de 1966 impulsada por Ángel Madroñero y por Mariano Rubio, que entendieron la trascendencia de poseer una buena base documental. Se estableció una comisión de compras y se ampliaron los presupuestos, lo que permitió sustanciales compras de libros y ampliar las suscripciones. A finales de 1970 los fondos se situaban en unos 10.300 volúmenes.

El empujón definitivo a la Biblioteca se lo propinó Luis Ángel Rojo desde el momento que llegó a la Dirección del Servicio de Estudios. Además de ubicarla en su actual emplazamiento, el antiguo y distinguido patio de la Caja General, se ampliaron los recursos para adquisiciones de libros y revistas y se procedió a modernizar su organización. En 1973 se incorporaron los fondos de la denominada Biblioteca de Conservaduría, excepto las publicaciones artísticas y literarias, lo que supuso un añadido de más de 3.500 libros y algunas colecciones de gran interés, como los Diarios de Sesiones de Cortes –833 volúmenes que abarcan el periodo 1810-1835– y una colección completa del Boletín Oficial del Estado. La Biblioteca del Banco de España posee varias joyas que la hacen verdaderamente única en su campo. Dos de estas joyas son las colecciones de memorias de empresas, bancos y cajas de ahorro españolas, sin réplica en otras bibliotecas, públicas o privadas, y las de informes, boletines y memorias de los bancos centrales de todo el mundo. En 1975 se compró la “Biblioteca Rodríguez Salmones” a los herederos del que fuera subgobernador y consejero del Banco, formada por unas 11.000 publicaciones, de las que 3.000 son cédulas y pragmáticas reales y el resto material de gran valor histórico, como libros de cuentas, manuales de práctica mercantil, instrucciones de mercaderes de los siglos XVIII, XIX y XX. Mención aparte merece la Goldsmith’s Kress Library, una colección especial adquirida en soporte magnético –3.000 rollos de microfilmes– en 1980, que consta de 60.000

libros impresos y panfletos, unos 400 manuscritos y 350 cartas autógrafas que abarcan desde el siglo XV hasta 1850 aproximadamente. La Biblioteca posee asimismo la “Colección cronológica de reales pragmáticas, cédulas, decretos, autos acordados, instrucciones y otros impresos relativos a la legislación española”, que recopiló el contador Manuel Navarro siguiendo instrucciones de Campomanes; referida al periodo 1745-1796, consta de 26 volúmenes con documentos relativos a moneda, cambios, falsificaciones y extinciones de billetes y cédulas. Se compró en 1993. La última adquisición tuvo lugar en 1995: “Los Papeles de J.M. Keynes en King’s College”, en 114 rollos de microfilm; la colección va acompañada de un catálogo que detalla los documentos que contiene cada rollo.

Una faceta en la que Rojo como director del Servicio de Estudios y luego como subgobernador y gobernador del Banco de España desplegó una inusitada actividad fue en la promoción y patrocinio de la historia económica. El interés del instituto emisor por la historia económica surge a mediados de los sesenta, cuando se puso en marcha un proyecto –impulsado por Madroñero, Rubio y Sardá– para reunir en un volumen diversos trabajos que trazaran los orígenes y la evolución del instituto emisor. De la misma salió *El Banco de España. Una historia económica*, terminado en 1970, pero que sufrió tal censura que nunca se publicó. La causa fue un artículo de Juan Sardá en el sostenía que el oro del Banco de España trasladado a Moscú durante la guerra civil lo consumieron los republicanos en la compra de armas y alimentos, lo que venía a sugerir que no existía ninguna base para que España reclamase a la Unión Soviética la devolución del metal. Simultáneamente al desarrollo de este proyecto, Mariano Rubio le encargó a Pedro Schwartz, titulado del Servicio y catedrático de Universidad, que coordinara un libro sobre la economía española del siglo XIX; se formó entonces una pequeña oficina de historiadores para la que fueron contratados Rafael Anes Álvarez y Carlos Fernández Pulgar; Rubio también le pidió a Gabriel Tortella Casares que se incorporara al proyecto. Del encargo salió en 1970 el volumen, *Ensayos sobre la economía española a mediados del siglo XIX*. El éxito de estas dos empresas fue tal que cuando llegó Luis Ángel Rojo al Servicio de Estudios decidió consolidar un grupo de investigadores que preparasen un trabajo amplio sobre la historia del

Banco de España y la evolución de la moderna banca en España. Le pidió a Gabriel Tortella que dirigiera el proyecto al tiempo que se sumaron al mismo Diego Mateo del Peral y Pedro Tedde de Lorca. Resultado del esfuerzo fueron dos volúmenes, *La banca española en la Restauración*, aparecidos en 1974, que pasan por ser todavía una de las contribuciones de mayor fuste para el conocimiento de la economía en nuestro país. Luego de este proyecto Rojo le encomendó a Miguel Artola que dirigiese un libro sobre la historia de los ferrocarriles españoles desde la formación de las primeras compañías hasta la nacimiento de Renfe, un tema que le preocupaba especialmente pues estaba convencido del papel esencial que habían desempeñado los ferrocarriles en la integración del mercado nacional y en el fomento de la industrialización española. El resultado fue *Los ferrocarriles en España, 1844-1943*, publicado en 1978 en dos volúmenes. Otra publicación en el ámbito de la historia económica fue el libro homenaje a Juan Sardá que reunió en un volumen sus principales publicaciones y algunos informes que redactó mientras trabajaba en el Banco; de la edición se encargó Raimundo Ortega y de su mano salió un primoroso volumen con el título de *Escritos (1948-1980)*, publicado en 1987. Y más recientemente de la pluma de Pedro Tedde de Lorca, miembro-historiador del Servicio de Estudios, han salido los excepcionales *El Banco de San Carlos, 1782-1829* (1988) y *El Banco Español de San Fernando, 1829-1856* (1999). Ambos libros fueron promovidos por Luis Ángel Rojo, que deseaba que los estudiosos de la banca española contasen con una historia completa y detallada de una de las instituciones financieras más antiguas del mundo.

Finalmente resulta obligado mencionar la colección de Estudios de Historia Económica (libros rojos), que dirigida por Pedro Tedde cuenta hoy con 55 títulos, fruto de una ya larga trayectoria que se remonta al año de 1980, cuando apareció el primero. Con esta “serie roja” del Servicio de Estudios, los responsables del Banco de España querían difundir aquellos trabajos históricos redactados por investigadores independientes con el propósito de contribuir “al mejor conocimiento de la economía española del pasado, con atención particular hacia sus aspectos cuantitativos”. Un repaso detenido de la misma pone de relieve que en el proyecto han colaborado con sus textos medio centenar de especialistas, españoles

y extranjeros, cubriendo una agenda que incluye temas de las épocas modernas y contemporáneas; aunque la colección está abierta a cualquier investigación de calidad, predominan las de carácter monetario-financiero con una apreciable inclinación hacia lo cuantitativo, cumpliendo así uno de los objetivos que pretendió su inspirador: Luis Ángel Rojo.

Por su trayectoria y méritos, Rojo recibió muchos y valiosos premios y galardones, como el de Economía Rey Juan Carlos (1986), el Premio Tiépolo de la Cámara de Comercio e Industria Italiana para España (1998), XIV Premio de la CEOE de las Ciencias (2000), el Premio Infanta Cristina de Economía de la Junta de Castilla y León (2001) y la Gran Cruz de Isabel la Católica (2001). También fue nombrado Doctor Honoris Causa por la Universidad de Alcalá (1995) y por la Universidad de Alicante (1998). Y justo en septiembre del 2010 la Asociación Española de Historia Económica le nombró su primer socio de honor.

Con la muerte de Ángel Rojo ha desaparecido uno de nuestros más prestigiosos economistas del siglo XX y un dedicado servidor del Estado. También hemos perdido a un hombre con alma de historiador económico, vocacional, que no solo escribió páginas magníficas sino que desde sus responsabilidades públicas apoyó el desarrollo de la disciplina. Pero más allá de las etiquetas lo esencial es que Luis Ángel Rojo como economista profesional entendió que, sin conocer la historia, los políticos y hombres de empresa pueden cometer errores irreparables. Fue consciente, como Tayllerand, de que nos conviene tomar en serio el pasado porque la historia siempre castiga a aquellos que no aprende de sus enseñanzas.





# EL IMPULSO DE LUIS ÁNGEL ROJO A LA FUNCIÓN ESTADÍSTICA

*Rafael Álvarez Blanco<sup>1</sup>*

## INTRODUCCIÓN

El 11 de julio de 1986, con ocasión de la concesión a Ángel Rojo del primer premio Rey Juan Carlos de Economía, Julio Segura publicó en el diario El País el artículo “Luis Ángel Rojo, economista y profesor”, en el que glosó la figura del entonces galardonado. Entre otras cosas, allí se decía que “...el diseño de la política monetaria exige también una información estadística precisa y amplia. Con una poco frecuente visión de largo plazo, y sin garantía alguna de que los éxitos le fueran reconocidos, dedicó un esfuerzo importante a mejorar las estadísticas financieras del país, e incluso parte de las estadísticas económicas...”. Julio Segura ya había llamado la atención sobre la labor de Rojo en este campo al enjuiciar los trabajos estadísticos del Banco de España en su condición de miembro de la Comisión Ejecutiva de esa institución, reconocimiento que, también en reiteradas ocasiones, fue expresado en ese foro por Enrique Fuentes Quintana. Ángel Rojo no aceptaba que esos méritos fueran suyos y, con su ironía característica, los imputaba a sus colaboradores. Pero son múltiples las evidencias de que sin su autoridad moral e intelectual y su capacidad para crear, o revitalizar, instituciones, como el

---

<sup>1</sup> Instituto Nacional de Estadística (1966-1978) Banco de España (1978-2007). Agradezco la colaboración de Eduardo Rodríguez Tenés y Beatriz Sanz (Director y Directora adjunta del Departamento de Estadística del Banco de España), de Manuel Ortega y Miguel Ángel Menéndez (Jefes de las Divisiones Central de Balances y Estadísticas Financieras, del citado Departamento). También dejo constancia de mi reconocimiento a Miguel Pellicer, Ignacio Garrido, José María Bonilla y Ana Sánchez. Obviamente ninguno de los citados es responsable de los errores que aquí puedan subsistir.

propio Servicio de Estudios del Banco de España, en el que se inscribe la función estadística, esta no hubiera experimentado los avances que conocen quienes siguen estos trabajos.

Más adelante se mencionan algunos de los logros de la estadística oficial española, y más concretamente de la estadística del Banco de España, que, en gran medida, derivan del magisterio de Ángel Rojo y de su labor germinal en los años en que fue director del Servicio de Estudios. Pero antes, quizás sea útil mencionar que la autoridad aludida derivaba de la importancia que otorgaba a la dignidad del servicio público, de la libertad y autonomía que concedía a sus colaboradores, de su facilidad para analizar cualquier tema por complicado que pareciera y de su enorme capacidad didáctica y de seducción. Todos los que le conocimos podemos referir anécdotas sobre cómo ejercía estas cualidades. Recuerdo sus explicaciones a los representantes de las agencias de *rating* que nos visitaban en la segunda mitad de los años 1980s para conocer la situación económica y financiera del país, por cierto que en circunstancias bien distintas de las actuales. Antes de reunirnos con ellos, Ángel Rojo requería de cada uno de sus colaboradores en las distintas áreas un breve resumen del “estado de la cuestión”. Respecto a lo que yo le contaba, su relato era mucho más coherente y lúcido de lo que se podía deducir de mis informes previos. Utilizando un símil futbolístico yo le enviaba melones y él devolvía balones. Imagino que mis compañeros de otras áreas compartían esa sensación. Su capacidad era reconocida tanto dentro como fuera de España. Tuve la fortuna de ser testigo de algunas de sus intervenciones en el ámbito internacional, por ejemplo, en el Consejo del Instituto Monetario Europeo tanto en el periodo previo, como en el inmediatamente posterior, a su transformación en Banco Central Europeo (BCE) (finales de los años 1990s). En ese foro al que, como presidente del Comité de Estadística, tenía que informar pude constatar la consideración que le dispensaban sus colegas y la atención con que seguían sus intervenciones.

## SU IMPULSO A ALGUNOS TRABAJOS ESTADÍSTICOS

Ángel Rojo fue director del Servicio de Estudios entre 1971 y 1988 período en el que se construyó la base estadística necesaria para la política monetaria iniciada en 1973 y en el que se pusieron los fundamentos de la mayoría de los logros estadísticos que hicieron que el Banco de España partiera en las mejores condiciones a la hora de participar, desde 1990 en adelante, en la creación de la base estadística de la Unión Monetaria, implantada en 1999. A través de sus principales colaboradores, Ángel Rojo siguió el desarrollo de estos trabajos primero como subgobernador (1988-1992) y después como gobernador (1992-2000). Entre sus principales colaboradores en la gestión del Servicio de Estudios, y por tanto de la función estadística, a partir de 1978, que es cuando arranca mi experiencia directa, cabe citar a Pedro Martínez Méndez (que participó muy activamente en la creación de la base de datos), José Pérez (que fue director del Servicio de Estudios entre 1989 y 1992) y José Luis Malo de Molina (que lo es desde 1992).

### La Balanza de Pagos

Es posible que otra contribución a este número monográfico haga referencia a la incorporación de Ángel Rojo a la Secretaría General Técnica del Ministerio de Comercio en 1957, donde, además de su colaboración en el Plan de Estabilización de 1959, empezó a familiarizarse con la elaboración y análisis de la balanza de pagos. Muchos años más tarde, concretamente en 1991, fui testigo de la implicación de Ángel Rojo en la negociación con las autoridades del Ministerio de Comercio que culminó con la asignación al Banco de España de la elaboración de la balanza de pagos<sup>2</sup>.

---

<sup>2</sup> El traspaso al Banco de España de estas competencias venía avalado por la experiencia internacional y fue facilitado por las autoridades del Ministerio de Comercio. Ángel Rojo, que, en broma, solía simular ser ajeno a sus propias decisiones, decía que “la balanza de pagos era un árbol que se estaba cayendo hacia el lado del Banco de España, pero que sus colaboradores le habían puesto carcoma para acelerar la caída”.

Este hecho, unido a que en 1992 se produjo la liberalización de todas las transacciones con el exterior (es decir, se abolió el control de cambios, aunque siguió en vigor la base estadística que había permitido al Banco de España publicar hasta entonces el Registro de Caja de las transacciones con el exterior), exigió preparar nuevas estadísticas de Balanza de Pagos, de la Posición de Inversión Internacional y otras complementarias, según las normas internacionales en vigor. Como en la mayoría de los bancos centrales de los países que después constituyeron la zona del euro, la elaboración de la balanza de pagos se encomendó a una unidad administrativa, con nivel de Departamento, surgida de la transformación del que, hasta entonces, venía elaborando el Registro de Caja<sup>3</sup>. La primera jefa de ese Departamento fue Ana Sánchez. Lógicamente, con posterioridad, estas estadísticas se han continuado actualizando y mejorando.

## La Central de Balances

La Central de Balances de empresas no financieras, que ha acabado consolidándose como uno de los principales trabajos estadísticos del Banco de España, fue creada en 1983 a iniciativa de Mariano Rubio, entonces subgobernador. Mariano Rubio convenció a las distintas instituciones públicas y privadas que venían elaborando estudios sobre los resultados empresariales (algunos de ellos meros “*ranking*” de empresas, ordenadas según cuatro o cinco variables), para que dejaran de elaborar esos trabajos, (cuya heterogeneidad y retardos los privaban de gran utilidad), en favor del Banco de España que, a partir de esas experiencias, pretendía construir una Central de Balances. Destacaba entre esas iniciativas previas la liderada por Rafael Termes en la Asociación Para el Progreso de la Dirección (APD). En sus primeros años de existencia, la Central de Balances se constituyó como una oficina dependiente del subgobernador (Mariano

---

<sup>3</sup> En la actualidad la Balanza de pagos es una División de Departamento de Estadística que, como en la práctica totalidad de los bancos centrales de los países de Unión Europea, integra a todas las unidades dedicadas a esta función.

Rubio) y a cargo de Miguel Martín. En 1986, se integró en el Servicio de Estudios, dirigido por Ángel Rojo, como una división (suboficina) del Departamento de Estadística. Desde entonces, y a partir de esa experiencia inicial, la Central de Balances, potenciada por su incorporación al ámbito de la función estadística del Servicio de Estudios, de la que se derivaban notables sinergias, se ha convertido en un potente instrumento analítico que sigue trimestralmente la evolución de la actividad, rentabilidad, empleo y resultados de las empresas no financieras a partir de sus propios documentos contables.

La utilidad de la Central de Balances quedó confirmada, por ejemplo, cuando permitió visualizar los resultados de la política de tipos de interés seguida por el Banco de España a partir de 1992 (año de la aprobación del tratado de la Unión Europea), cuando ya España había apostado por su futura integración en la Unión Monetaria. Según esta apuesta, nuestro país se obligaba a cumplir antes del 1/1/1999, fecha del comienzo de la Tercera Fase, los criterios de convergencia (relativos a tipo de cambio, inflación, tipos de interés, déficit público y deuda pública). Pues bien, mejor que ningún otro indicador indirecto, las cuentas de resultados trimestrales de las empresas que iba publicando la Central de Balances, mostraron la caída de los gastos financieros de las empresas (y la consiguiente mejora de sus resultados) como consecuencia de la reducción de los tipos de interés, resultado, a su vez, de la política monetaria que venía siguiendo el Banco de España, lo que ponía en evidencia su utilidad como fuente estadística. En los años posteriores, esta utilidad se ha seguido revalidando tanto por sus estudios trimestrales sobre la evolución de las empresas españolas, como por los de comparación con la situación de las empresas no financieras de los distintos países de la Unión Europea, entre otros. Estas últimas comparaciones son fruto de su participación en distintos foros europeos. La Central de Balances del Banco de España constituye, además, una referencia en la construcción de servicios similares en Europa y Latinoamérica.

En otro orden de cosas, cabe reseñar que Ángel Rojo autorizó, a finales de la década de los años 1980s, la disolución del Comité Asesor de la

Central de Balances, en vigor desde su creación y compuesto por profesores y profesionales de contabilidad. Esa decisión se fundó en que estos trabajos habían alcanzado una cierta madurez y en el principio de que la Central debía asumir en solitario la responsabilidad técnica de los trabajos a su cargo<sup>4</sup>.

Por último, en junio de 1991, Ángel Rojo, en representación del Banco de España, suscribió un Acuerdo pionero con el Ministerio de Justicia relativo a la informatización de los documentos contables depositados en los Registros Mercantiles, con el fin de explotarlos con fines estadísticos y de análisis económico general. Estos documentos tienen su origen en la obligación legal, establecida en 1990, que tienen las empresas españolas de depositar sus cuentas anuales en los Registro Mercantiles de la provincia donde tienen su domicilio social. Con esa información la Central de Balances viene elaborando una base de datos sobre empresas no financieras medianas y pequeñas, que complementa a la base que elabora a partir de los datos que recopila directamente, y que comprende, principalmente, empresas de gran tamaño<sup>5</sup>.

## Las estadísticas monetarias y financieras

En sus años de director del Servicio de Estudios Ángel Rojo fue el impulsor del desarrollo alcanzado por las estadísticas monetarias y

---

<sup>4</sup> Ángel Rojo solía decir “envejecemos pero no cambiamos” lo que, obviamente, también se le podía aplicar a él. La referencia es procedente porque no es la citada la primera ocasión que abogó por que el crédito (o el descrédito) de cualquier trabajo de este tipo recayera exclusivamente sobre sus autores. Concretamente, en 1968 se creó la Comisión de Cuentas Nacionales que decidía la aprobación de las cuentas cuya elaboración había sido transferida al Instituto Nacional de Estadística (INE) en 1965. Estaba compuesta por un grupo muy numeroso (del que formaba parte Ángel Rojo) de profesores, responsables políticos y estadísticos y cuya larga relación figuraba al principio de cada publicación. La disolución de la Comisión en 1974 implicó el reconocimiento de la plena responsabilidad del Instituto sobre los resultados de la contabilidad nacional. Recuerdo que, en aquellos años lejanos, fue Ángel Rojo uno de los que abogó por la solución finalmente adoptada.

<sup>5</sup> El Acuerdo citado ha sido desarrollado y actualizado en los años 1995 y 2000.

financieras españolas, tan esenciales para un banco central. Algunos trabajos realizados en distintos períodos ponen en evidencia los resultados de esas iniciativas.

### A) *Agregados monetarios. Tipos de interés*

En primer lugar, como se ha mencionado, a partir de 1973 el Banco de España adoptó una política monetaria activa. Ésta se basaba en el control de un agregado monetario intermedio lo que hizo ineludible la realización de estadísticas monetarias con un adecuado grado de periodicidad, calidad y actualidad<sup>6</sup>. Ello implicó la elaboración de series del agregado monetario intermedio (inicialmente M3 y desde mediados de los años 1980s ALP) y de otros complementarios (M1, M2 y ALP2). Por su parte, la cobertura del coeficiente de reservas mínimas, en términos de media decenal de datos diarios, permitió disponer de datos de frecuencia diaria tanto de los agregados monetarios como de los activos computables para cubrir el citado coeficiente<sup>7</sup>. Pero el control de los agregados monetarios constituía sólo un paso inicial ya que había que desmontar todas las parcelas intervenidas de la actividad bancaria, para que la liquidez fluyera libremente por los mercados monetarios y financieros. Ello requería disponer de información sobre el comportamiento de la demanda de dinero de la economía y de los mecanismos de transmisión de la política monetaria desde los mercados mayoristas, o interbancarios, hasta los mercados minoristas del crédito bancario a las empresas no financieras y a las familias. Ángel Rojo intervino en estos desarrollos incorporando al Servicio

---

<sup>6</sup> Quedan fuera del ámbito de esta nota los detalles técnicos de este tema, que pueden encontrarse en “La política monetaria en España: objetivos e instrumentos” de Luis Ángel Rojo y José Pérez. Banco de España. Colección de Estudios Económicos, 1977.

<sup>7</sup> Como quedó de manifiesto a principios de los años 1990s, en los primeros contactos de los bancos centrales nacionales para preparar la base estadística de la futura Unión Monetaria, utilizar agregados en términos de media de datos diarios en la medición de estas magnitudes era algo único en Europa y solo disponible en las estadísticas de la Reserva Federal. Incidentalmente, debe tenerse en cuenta que la política monetaria del BCE se basa actualmente en series de datos mensuales, con complementos trimestrales, pero con un detalle, y calidad, inimaginables a mediados de los años 1970s.

de Estudios prestigiosos econométricos y contribuyendo, junto con otros reputados miembros de la institución, a diseñar el proceso de desmantelamiento de los numerosos coeficientes obligatorios impuestos a la banca, a crear el mercado de deuda pública en anotaciones y, lo que es relevante en esta exposición, a reforzar la base estadística que permitiese observar el grado en el que se lograba la transmisión monetaria. Posteriormente, a principios de los años 1980s, el Gobierno llevó a cabo la desregulación total de préstamos, créditos y depósitos, lo que permitió publicar estadísticas mensuales de los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a su clientela, que han tenido continuidad en los trabajos que se realizan actualmente en el contexto de la Unión Monetaria. Por último cabe destacar respecto a las iniciativas que anteceden, la labor de Pedro Martínez Méndez en la dirección del trabajo estadístico de base, la de José Pérez en su diseño<sup>8</sup> y la colaboración de la Dirección General de Regulación del Banco de España que recopila datos de las entidades financieras, tanto con fines de supervisión como con fines estadísticos. El apoyo estadístico de la Dirección General de Regulación no se limita a este periodo sino que se mantiene en la actualidad y constituye uno de los fundamentos de las estadísticas que elabora el Banco de España.

### **B) *Estadísticas de la Unión Monetaria***

Desde finales de la década de 1980s los servicios estadísticos del Banco de España han estado involucrados en los trabajos de construcción de la Unión Monetaria, y de la Unión Europea, aportando la experiencia adquirida bajo el magisterio de Ángel Rojo y de los equipos que formó<sup>9</sup>. En julio de 1990, coincidiendo con el comienzo de la primera fase de la Unión Monetaria, se creó el Comité de Gobernadores en cuyo ámbito se

---

<sup>8</sup> Véase la nota a pie de página número 6.

<sup>9</sup> Hasta entonces, no había contactos regulares entre los servicios estadísticos del Banco de España y los de los bancos centrales nacionales de la Unión Europea o de otros países, aunque, obviamente, el Banco prestaba apoyo al FMI, la OCDE y otros organismos internacionales. Las relaciones en el ámbito de la Comisión de la UE (Eurostat) estaban, en la práctica, canalizadas por el INE.



iniciaron las reuniones de los estadísticos de los bancos centrales europeos para preparar su contribución a ese proyecto (tema aludido en la nota a pie de página número 7). De ahí surgió en 1994, al inicio de la segunda fase, el Grupo de Estadística del Instituto Monetario Europeo, que se transformó en Comité de Estadística (CE) del Banco Central Europeo coincidiendo con la creación de este al comienzo de la tercera fase, en enero de 1999. Por otra parte, en el ámbito de la Comisión de la Unión Europea (que, a estos efectos, equivale a decir de Eurostat) se creó en abril de 1991 el Comité de Estadísticas Monetarias Financieras y de Balanza de Pagos (CMFB), que reúne a los representantes de los servicios estadísticos de los bancos centrales agrupados en el BCE y a los representantes de estadísticas económicas de los institutos nacionales de estadística, y que se ocupa de la coordinación entre ambos productores de estadísticas y donde, además de las estadísticas de cuentas nacionales y económicas en general, tienen una gran importancia los requerimientos estadísticos del Protocolo sobre el Déficit Excesivo (PDE) anejo al Tratado de la Unión Europea, a lo que se hace referencia más adelante.

Los trabajos estadísticos realizados en el Servicio de Estudios del Banco de España en los años que estuvo dirigido por Ángel Rojo, se mostraron enormemente válidos a la hora de realizar la aportación española a esos foros, que se concretó cuando Jose Luis Malo de Molina era ya el director del Servicio de Estudios. Algún ejemplo se ha reseñado más arriba, pero valga referirse a dos de ellos, relativos al ámbito de las estadísticas macroeconómicas.

#### *a) Cuentas financieras*

El primero se refiere a un tema en el que Rojo mostró un interés explícito al fomentar algunas incorporaciones al Servicio de Estudios. Se trata de la elaboración de cuentas financieras trimestrales completas de flujos (es decir, de operaciones financieras, de revalorización de activos y pasivos financieros y de otras variaciones de activos y pasivos financieros) y de balances de activos financieros y de pasivos (cuentas del patrimonio financiero) conjunto que en EE UU se suele denominar “cuentas

de flujos de fondos”. Estas cuentas forman parte del sistema integrado de cuentas nacionales y, además de su interés directo como fuente estadística, constituyen la pieza central del esquema teórico que guía la producción de estadísticas financieras en el Banco de España, de cualquier periodicidad y con distintas aproximaciones, por lo que constituye la base de muchos de los análisis sobre la situación financiera que realiza el Banco de España. La elaboración de la serie anual de estas cuentas se inicia en 1980 y la trimestral en 1991, estando actualmente disponibles una serie anual que comienza en 1970 y una trimestral que se inicia en 1990. Para valorar nuestra situación relativa cabe tener en cuenta, entre otros temas, que: a) El Sistema Europeo de Cuentas nacionales de 1995 (SEC 95) se publica en julio de 1996 y en él se requieren por vez primera que los países elaboren cuentas financieras anuales. Obsérvese que España ya las venía difundiendo con periodicidad anual desde 1980 y trimestral desde 1991; b) Cuando en septiembre del año 2000 se publica el Plan de Acción sobre las necesidades estadísticas de la UEM (consecuencia del informe del ECOFIN de enero de 1999) se pone en evidencia que España es de los pocos países que satisface de entrada sus requerimientos en lo que respecta a este tema; y c) En noviembre de 2002 el BCE promulga la *Guideline ECB/2002/7*, sobre la elaboración de cuentas financieras trimestrales por sectores institucionales en la que se establecen unos requerimientos que ya satisfacían las cuentas financieras españolas<sup>10</sup>.

#### *b) Estadísticas de Deuda Pública*

El segundo trabajo a reseñar es el relativo a las estadísticas de Deuda Pública que elabora el Banco de España. Esta estadística se inició en 1990, es decir, antes de la promulgación, en 1992, del Tratado de la Unión Europea en el que se incluye el Protocolo sobre el Déficit Excesivo (PDE).

---

<sup>10</sup> El texto de la *Guideline* tiene 44 páginas siendo las 14 últimas una relación de las derogaciones (en la práctica aplazamientos) a que se acogen los países que no pueden atender sus requerimientos en los plazos establecidos. Todos los países, excepto España, se acogieron a derogaciones. La situación ahora, casi diez años después, es satisfactoria con carácter general.

Ello pone de manifiesto la visión que Ángel Rojo supo transmitir a sus colaboradores<sup>11</sup>.

Como puede comprobarse en *www.bde.es* desde 1990 el Banco de España difunde en su Boletín Estadístico, con periodicidad trimestral, la Deuda Pública del total de las Administraciones públicas y de sus subsectores con detalles de instrumentos e instituciones. Una vez que en un Reglamento europeo de 1993 se definió este concepto en términos del PDE, se adaptaron las estadísticas nacionales a la delimitación allí establecida. Dada la actualidad del tema, sobre esta estadística cabe resaltar: a) El concepto de Deuda Pública del PDE no recoge todos los pasivos de las Administraciones públicas sino los materializados en efectivo, depósitos, valores de renta fija y préstamos, todos a su valor nominal<sup>12</sup>; b) En junio de 2004 se promulgó un Reglamento europeo que requería a los países que elaboraran y notificaran su deuda pública trimestral, que, como se ha señalado, se estaba publicando por el Banco de España desde 1990; c) El Banco de España elabora esta estadística a partir de las fuentes a su alcance (fundamentalmente,

---

<sup>11</sup> El Banco también contribuye a la mejora de los trabajos para la determinación del déficit público con la información que dispone de las rúbricas financieras (como es sabido la cuenta financiera de las Administraciones públicas y sus subsectores debe conciliar con el saldo de su cuenta de capital, que es, precisamente, el déficit público. Esta conciliación obliga a determinados arbitrajes entre las instituciones involucradas). En cualquier caso en la determinación del déficit público el protagonismo corresponde a la IGAE y al INE. El INE, la IGAE y el Banco de España colaboran de forma ejemplar en la determinación de los agregados del PDE, aportando cada uno los datos y técnicas en el ámbito de su competencia.

<sup>12</sup> Esta precisión es relevante dada la confusión actual sobre este tema. Es decir, el PDE computa como Deuda Pública el montante del efectivo y depósitos, créditos y préstamos (de instituciones financieras residentes y del exterior) y los valores en circulación contraídos/emitidos por las Administraciones públicas (sector que incluye una parte importante de lo que muchas administraciones españolas califican como “empresas públicas”, porque son económicamente administraciones públicas, sea cualesquiera la calificación jurídica que le otorguen las administraciones que las crean). Por tanto las operaciones pendientes de pago contraídas por estas administraciones que se materializan en facturas y otros documentos de proveedores, no forman parte de la deuda de las Administraciones públicas a efectos del PDE (al menos en un primer momento porque, a la larga, la mayoría de ellos se acabarán materializando en créditos o valores). Es seguro que los redactores del PDE y de su legislación complementaria no pensaron que este tipo de operaciones pendientes de pago (estadísticamente muy difícil de medir sin la colaboración directa de las administraciones que las contraen) iban a alcanzar el montante a que, según los indicios, han llegado en España en la presente situación de crisis.

datos de su central de riesgos, de la base de valores<sup>13</sup> y de su registro de las operaciones con el exterior) la mayoría externas a las propias Administraciones públicas cuya deuda se calcula. Ello no impide que, antes de difundir estos datos, se contrasten con tales Administraciones, especialmente con cada una de las comunidades autónomas y con los principales ayuntamientos; d) Es posible que esta temprana difusión de la relación nominal de las Administraciones que han incurrido en deuda, con indicación de su cuantía, no haya contribuido grandemente a desincentivar un mayor endeudamiento de estas administraciones, pero, al menos, ha informado al público en general sobre la situación de las finanzas públicas en todos los ámbitos de la administración central y de las administraciones territoriales con datos actualizados, difundidos sin demora y referidos al agregado que mejor define la situación de las finanzas públicas; y e) Desde 1994 el Banco de España difunde la deuda de las empresas públicas por administraciones propietarias. Esta información figura en el cuadro 10 del capítulo 11 de su Boletín Estadístico mensual, que se difunde en *www.bde.es*<sup>14</sup>.

## LAS ESTADÍSTICAS ECONÓMICAS EN GENERAL

Más allá de la producción estadística del Banco de España, Ángel Rojo siguió y estimuló el desarrollo de la estadística oficial, principalmente los trabajos más necesarios para el seguimiento y análisis de la coyuntura económica y las estadísticas macroeconómicas. Ya se ha reseñado su temprana involucración en las estadísticas de balanza de pagos y en los primeros pasos de la contabilidad nacional de España. A su demanda de usuario cualificado, y a la de las personas y servicios del Banco que siguen

---

<sup>13</sup> La creación en el Banco de España de una base de datos de los valores emitidos por sectores residentes se inició a principios de los 1980s, lo que permitió disponer de una información detallada valor a valor que facilitó considerablemente la elaboración de las estadísticas de valores, las Cuentas Financieras de la Economía Española y es, en sí misma, una importante herramienta analítica. Este enfoque, en cuanto a la elaboración de estadísticas de valores, lo inició el BCE a finales de los 1990s también con detalles valor a valor.

<sup>14</sup> El capítulo 11 del Boletín Estadístico está dedicado a las Administraciones públicas, pero, a modo de “pro memoria” incluye este cuadro referido a las empresas públicas.

profesionalmente la evolución de la coyuntura, tan influidos por su magisterio, se debe muchas de las mejoras introducidas por la estadística oficial. Ángel Rojo recordaba los principales datos económicos del país, en sus tiempos al cargo del Servicio de Estudios, e incluso después<sup>15</sup>. Bajo su dirección, el Banco de España empezó a recopilar las colecciones de indicadores económicos, elaborados a partir de los datos procedentes de todas las fuentes (fundamentalmente del INE), a los que ahora puede acceder el público en general desde *www.bde.es*.

## CONSIDERACIONES FINALES

Es fácil comprender que el impulso de Ángel Rojo a la función estadística no derivaba de su involucración directa en el tema sino de que, durante sus años de director del Servicio de Estudios y después, supo crear las condiciones y los equipos que, con su estímulo y ejemplo, llevaron a cabo estas tareas, que fueron seguidas por quienes le sucedieron. A pesar de ello, se recogen en lo que antecede algunas referencias que muestran su interés por el desarrollo de esta función en trabajos de distinta naturaleza y quien esto escribe quiere dejar constancia de que valoraba y estimulaba los esfuerzos de sus colaboradores en este campo. Por todo ello, haber tenido la fortuna de trabajar a sus órdenes es, para muchos de nosotros, lo mejor que nos ha ocurrido en nuestra vida profesional.

---

<sup>15</sup> Durante los dos años que siguieron a su desempeño como gobernador, Ángel Rojo me solicitaba a veces que le completara con números los espacios en blanco que había dejado en los discursos e intervenciones públicas que estaba escribiendo (eran trabajos manuscritos, hechos en tinta negra con su inconfundible caligrafía sin mácula). En esos textos solía explicar hechos de la historia económica más reciente, de la que había sido protagonista. Al completar esos espacios con los datos a que aludía el texto yo constataba que eran coherentes con el razonamiento o exposición en el que se insertaban. Evidentemente Ángel Rojo era un gran conocedor de la base estadística en que fundaba sus análisis.



# LA CREACIÓN DE INSTITUCIONES DE DOCENCIA E INVESTIGACIÓN POR LUIS ÁNGEL ROJO

*Samuel Bentolila*<sup>1</sup>

Durante toda su vida, Ángel Rojo llevó a cabo muchas actividades benéficas para la sociedad española y, en particular, para el conocimiento económico en nuestro país. En esta segunda área, junto con su dilatada labor como director del Servicio de Estudios del Banco de España (BE), se sitúan dos de sus iniciativas más originales y fructíferas: la creación del Centro de Estudios Monetarios y Financieros (CEMFI), dedicado a la docencia y la investigación, y de la Fundación de Estudios de Economía Aplicada (FEDEA), que fomenta la investigación aplicada y el debate sobre la política económica en España. Son dos instituciones que han cambiado el panorama académico en nuestro país. En este artículo describo la naturaleza de estas instituciones y los principales frutos que han producido, dedicando previamente unas líneas a las razones que, a mi juicio, explican que Ángel Rojo lanzara estas iniciativas.

## ¿POR QUÉ FUNDÓ ROJO INSTITUCIONES ACADÉMICAS?

Un director del Departamento de estudios de un banco central no se dedica normalmente a crear fundaciones docentes e investigadoras. ¿Qué llevó a Ángel Rojo a embarcarse en estas iniciativas? La respuesta más obvia es que Rojo era muy distinto del típico alto cargo de un banco central. Rojo fue, desde luego, un servidor público modélico, y su trayectoria

---

<sup>1</sup> Profesor de Economía del CEMFI. Las opiniones aquí vertidas son exclusivamente mías y en ningún caso se derivan de afirmaciones que hiciera el propio Ángel Rojo.

en el BE así lo atestigua. Pero fue también algo más, fue un intelectual comprometido de alto nivel, de los que tanto escasean en nuestro país<sup>2</sup>.

Ciertamente tenía un horizonte vital muy amplio, que abarcaba desde un gusto literario exquisito, que explica por qué fue elegido miembro de la Real Academia Española, hasta un gran interés por las artes, que le llevó a ser vicepresidente de la Fundación de Amigos del Museo del Prado. También le caracterizaban la preocupación por los que le rodeaban, una fina ironía y la emisión de juicios severos cuando pensaba que procedía.

No obstante, lo que me lleva a calificar a Rojo de intelectual comprometido es que fuera una persona con una gran inteligencia, capaz de diagnosticar certeramente los principales problemas económicos y sociales de nuestro país, y a la vez alguien comprometido con la difícil tarea de elevar el bienestar de los españoles. Para ello empleó todos los instrumentos a su alcance, fomentando la racionalidad económica o, en sentido amplio, la ciencia económica. Su defensa de la libertad económica se orientó –desde su participación en el Plan de Estabilización de 1959 hasta la puesta en práctica de innovadoras políticas monetaria y de regulación bancaria– hacia la supresión de las incontables trabas dirigistas y las ineficiencias que impedían, y aún obstaculizan, el funcionamiento de los mecanismos de asignación de mercado y retardan el crecimiento económico en España.

Ángel Rojo nunca cejó en su empeño de mejorar el análisis, la formación y el debate en economía en España. Y las iniciativas que describiré a continuación se insertan claramente en su larga labor de promoción del conocimiento económico, que incluye, entre otras actividades, su labor docente en la Universidad Complutense, su impulso a la investigación económica en el Servicio de Estudios del Banco de España, la creación en el propio BE de un programa de becas para la ampliación de estudios en el extranjero, sus cursos de verano en la Universidad Internacional Menéndez Pelayo, el relanzamiento de la revista económica *Moneda y Crédito* y

---

<sup>2</sup> Véase M. A. Fernández Ordóñez, “Un intelectual al servicio de la economía española”, *El País*, 25 de mayo de 2011.



la publicación de artículos de revista y de libros de texto y de divulgación económica.

La otra razón que, en mi opinión, explica que adoptara estas iniciativas es que Ángel Rojo fue un creador de instituciones, es decir, alguien convencido de que para lograr la mejora de la docencia y la investigación teórica y aplicada en España era necesario diseñar nuevas instituciones que pudieran orientarse a lograr estos fines de forma eficiente.<sup>3</sup> Sobre este asunto volveré más adelante.

## EL CENTRO DE ESTUDIOS MONETARIOS Y FINANCIEROS (CEMFI)

El CEMFI fue creado por el Banco de España en 1987 con el objetivo primordial de organizar un programa de estudios de posgrado dirigido a la formación de especialistas de alto nivel en economía y finanzas. Era una iniciativa insólita en un banco central, pero justificada porque en aquel momento apenas existían buenos programas de posgrado en economía en España y el BE deseaba tanto incorporar buenos profesionales a su plantilla como realizar una aportación al sistema financiero español.

Al más puro “estilo Rojo”, el inicio no pudo ser más modesto: una plantilla de dos personas, un profesor/director y una secretaria/bibliotecaria, ambos haciendo la más amplia lista de tareas que imaginarse pueda. Su primera sede consistía en tres despachos y dos aulas en el edificio que ocupaba entonces el Centro de Formación del BE, que llevaba algunos años impartiendo cursos de econometría para licenciados en Economía. El Centro no tenía personalidad jurídica y se financiaba mediante aportaciones del llamado Fondo de Atenciones Benéfico-Sociales del BE. Salvo el director, todos los profesores eran externos.

---

<sup>3</sup> Véase P. Vázquez, “Un fabricante de instituciones”, *Nada es Gratis*, 24 de mayo de 2011.

En el curso 1987-1988 arrancó el Programa de Estudios de Posgrado en Economía y Finanzas, de dos años de duración y sin carácter oficial. Contaba con 15 alumnos, que hicieron una arriesgada apuesta, como la habían hecho Ángel Rojo y el director del Centro, Rafael Repullo. Poco a poco, la institución se fue consolidando y en 1991 se creó la Fundación CEMFI, que es la fundación del Banco de España, dedicada a la investigación y la formación en el ámbito de los estudios económicos, monetarios y financieros. Quince años después, en 2006, el CEMFI llegó a un acuerdo con la Universidad Internacional Menéndez Pelayo, gracias al cual los títulos de Máster en Economía y Finanzas y de Doctor en Economía tienen desde entonces carácter oficial.

A punto de cumplirse un cuarto de siglo desde su creación, puede afirmarse que los resultados del CEMFI han sido excelentes. Se han graduado ya casi 500 alumnos del Máster, muchos de los cuales ocupan posiciones relevantes en el sector público y el sector privado empresarial –especialmente el financiero–, en empresas de consultoría y en universidades españolas y extranjeras. También se han graduado 36 doctores en Economía, en su mayoría empleados en la universidad, y han tenido lugar quince ediciones de la Escuela de Verano del CEMFI, a la que acuden cada año varios centenares de alumnos, procedentes tanto del mundo académico como del profesional.

Más allá de estas cifras, el CEMFI se ha convertido en un centro de referencia en la docencia y la investigación económica a nivel internacional, pese al reducido tamaño de su plantilla de investigadores (actualmente de 14 profesores a tiempo completo). Los profesores son doctores por las mejores universidades del mundo, publican en las principales revistas académicas y pertenecen a sus consejos editoriales, y también son directivos o *fellows* (socios de honor) de las más importantes sociedades científicas nacionales e internacionales (como la Econometric Society o la European Economic Association).

El CEMFI coopera y a la vez compite con los mejores departamentos universitarios de Economía españoles. Todos ellos permiten que hoy en

día, a diferencia del pasado, los españoles interesados en realizar estudios de posgrado de alta calidad no necesitan emigrar. De hecho, ahora vienen alumnos de todo el mundo a estudiar aquí: los que han pasado por el Máster del CEMFI proceden de 24 países distintos y algo similar sucede en su Escuela de Verano.

El éxito del CEMFI se debe a varios factores, siendo el fundamental su diseño, que revela la clarividencia de Ángel Rojo. Destacaré tres elementos importantes. En primer lugar, fue crucial poner al frente del Centro a un investigador de gran prestigio y solidez intelectual, con experiencia previa en un departamento universitario de Economía puntero y muchos contactos en el mundo académico.

En segundo lugar, fue importante crear el Centro fuera de la universidad. Pienso que una razón para que tomara esta decisión fue la mala experiencia de Rojo en la Universidad Complutense<sup>4</sup>. Rojo fue un profesor de vanguardia en la década de 1960, que revolucionó los estudios de Macroeconomía en una universidad totalmente anticuada y obtuvo una excelente respuesta por parte de los mejores alumnos. Sin embargo, como ha relatado Julio Segura<sup>5</sup>, sus intentos de promover un cambio estructural en la Facultad de Ciencias Económicas fracasaron. Por un lado, formó parte de una comisión que elaboró una propuesta de nuevo plan de estudios que, tras ser inicialmente aprobada por unanimidad, fue poco después rotundamente rechazada. Por otro lado, sus esfuerzos para mejorar el diseño y los métodos docentes chocaron con un *establishment* académico mediocre, que impidió que culminaran sus proyectos.

Una segunda razón para esa decisión, relacionada con la anterior y a mi juicio más importante, reside en las características de la gobernanza de las universidades en España. El carácter burocrático y populista de gobierno

---

<sup>4</sup> Además de que, obviamente, solo estaba en su mano lanzar directamente un proyecto que dependiese del BE.

<sup>5</sup> Discurso en el acto *In Memoriam* de Luis Ángel Rojo en la Real Academia de Ciencias Morales y Políticas, 14 de junio de 2011.

de las universidades, el esquema de incentivos prevalente en los departamentos, y el nivel y la estructura de la remuneración de los profesores constituyen, antes y ahora, un importante obstáculo para lograr un alto nivel de calidad académica. Estas características impiden tanto la agilidad en la gestión como la aplicación sistemática de políticas de excelencia en la selección de los alumnos y la contratación de los profesores. Tales trabas son determinantes en un momento como el actual, en que la competencia por el talento es fortísima y de ámbito mundial<sup>6</sup>.

En tercer lugar, y por oposición a las estructuras universitarias, el CEMFI es una fundación sin ánimo de lucro. Su presidente nato es el gobernador del BE y su patronato está formado por profesionales procedentes del sector público, la universidad y el sector empresarial<sup>7</sup>. Y su estructura de remuneraciones responde, en la medida de su capacidad presupuestaria, a las demandas del mercado académico internacional.

Ángel Rojo fue presidente de la Fundación CEMFI entre 1994 y 2000, y tras su cese como gobernador del BE, miembro de su patronato hasta 2009. Era muy consciente de las necesidades especiales de una institución que aspira a la excelencia académica, dio una gran libertad organizativa al Centro y ejercía escaso control previo sobre la gestión salvo en asuntos de gran importancia, pero vigiló siempre que los resultados fueran los perseguidos.

## LA FUNDACIÓN DE ESTUDIOS DE ECONOMÍA APLICADA (FEDEA)

En el caso de FEDEA, Ángel Rojo ideó una estructura distinta. Reunió en 1985 a un grupo de empresarios para pedirles que apoyaran un proyecto de la sociedad civil, esencialmente privado, que contara con la

---

<sup>6</sup> Véase P. Aghion, M. Dewatripont, C. Hoxby, A. Mas-Colell y A. Sapir, “Higher aspirations: An agenda for reforming European universities”, Bruegel Blueprint Series, Volumen V, 2008.

<sup>7</sup> Sus estatutos están disponibles en la página web: [ftp.cemfi.es/pdf/Estatutos\\_CEMFI.pdf](ftp.cemfi.es/pdf/Estatutos_CEMFI.pdf).

presencia del BE solo para garantizar la calidad académica de los trabajos que generara<sup>8</sup>. El objetivo era promover investigación de calidad en economía aplicada, que ayudara a formar opinión sobre las políticas sociales y económicas en España. Se trataba de un proyecto muy original, insólito en nuestro país hasta entonces. También era una iniciativa arriesgada, pues, en línea con el “estilo Rojo”, se pretendía contar con una pequeña plantilla de investigadores de gran calidad y fue lanzada en un momento en que no existían ni un gran *stock* de economistas bien preparados ni estadísticas económicas abundantes o de gran calidad.

Se contó para formar parte del patronato con un número amplio de grandes empresas, para garantizar así la independencia de la Fundación con respecto a cualquiera de ellas (actualmente hay quince patronos y muchas más entidades colaboradoras)<sup>9</sup>. Rojo ni siquiera fue presidente del patronato de la Fundación, limitándose a presidir su comité científico, y pasó posteriormente a ser miembro del patronato, de forma ininterrumpida hasta su fallecimiento. Los directores de FEDEA hasta la fecha han sido Carlos Sebastián, Alfonso Novales, José Antonio Herce y Pablo Vázquez.

El balance de los primeros veinticinco años de FEDEA es excelente. Han colaborado con ella 154 investigadores procedentes de 16 países y 53 universidades y centros de investigación, quienes han desarrollado 264 proyectos de investigación, financiados por 42 entidades públicas y 35 privadas, y han generado casi un centenar y medio de artículos en revistas científicas.

Dados los objetivos de FEDEA, su incidencia en el debate público es un aspecto importante. Este aspecto mejoró notablemente cuando se produjo un cambio de estructura, que de nuevo fue posible gracias a tener un sistema de gobierno flexible (y que creo que hubiera resultado muy

---

<sup>8</sup> Véase M. Fernández Ordóñez, “Discurso del Gobernador en los 25 años de Fedea”, Banco de España, Madrid, 10 de noviembre de 2010.

<sup>9</sup> Sus estatutos están disponibles en la página web: [www.fedea.es/pub/otros/Estatutos\\_2010-ultimas\\_modificaciones.pdf](http://www.fedea.es/pub/otros/Estatutos_2010-ultimas_modificaciones.pdf).

difícil en el seno de una universidad). El cambio consistió en convertir las aportaciones de los patronos en cátedras y pasar de un modelo basado en investigadores contratados a tiempo completo, más otros investigadores externos vinculados a través de proyectos, a otro modelo, basado casi exclusivamente en investigadores externos asociados a las cátedras y con un compromiso de presencia física de un pequeño número de horas al año.

Este cambio permitió asociar a FEDEA a investigadores de primera línea internacional ubicados en universidades españolas y extranjeras, atrayéndoles al estudio de los problemas económicos españoles –a los que antes eran casi ajenos– y elevando sustancialmente la calidad y el impacto de la investigación que FEDEA genera. Dos indicadores simples de ese impacto son las 279 mil menciones a FEDEA en internet en los últimos tres años y las más de dos mil noticias publicadas en torno a sus investigaciones en los dos últimos años en la prensa nacional e internacional.

A este gran impacto han contribuido particularmente dos de las iniciativas de su etapa reciente. La primera la constituyen sus propuestas de reforma de las políticas públicas en áreas como el mercado de trabajo, la vivienda, la sanidad, las pensiones o el transporte. En varias ocasiones estas propuestas han influido directamente en el debate público y en la puesta en práctica de reformas en nuestro país, en virtud de la solvencia de sus autores y del aprovechamiento del acervo de investigación económica ya existente. Este acervo se va acrecentando además con la investigación propiamente dicha que FEDEA promueve y disemina en varios formatos: monografías, libros electrónicos y documentos de trabajo,

La segunda iniciativa que ha facilitado la visibilidad de sus análisis es el blog de economía *Nada es Gratis*, creado en junio de 2009, con más de mil entradas publicadas, casi 1,2 millones de visitas registradas y unos 200 mil lectores de cerca de 150 países. El blog desarrolla una valiosa labor de divulgación del conocimiento económico, de la que venían estando prácticamente ausentes en España los economistas académicos de prestigio. El formato de blog, con sus comentarios derivados en Twitter y en redes sociales como Facebook, es ideal para el seguimiento de los temas

socioeconómicos candentes, lo que ha permitido crear un lugar muy dinámico para la reflexión y el debate, antes inexistente.

Por último, este año ha tenido lugar por primera vez una experiencia de divulgación económica muy original, el Festival de Ciencias Sociales de Salamanca, sobre el tema “¿Sirven para algo las Ciencias Sociales?”, en el que prestigiosos economistas y otros científicos sociales han explicado directamente sus ideas y resultados al público, a menudo con formato de debate, en un entorno de actos culturales de cine, música y exposiciones por toda la ciudad. Es una novedosa forma más de promover la discusión pública en Ciencias Sociales.

## **EL PROGRAMA DE CIENCIAS SOCIALES DE LA FUNDACIÓN RAMÓN ARECES**

Ángel Rojo se jubiló en 2000 como gobernador del BE y entre las varias actividades en las que se involucró a partir de ese momento –no era tampoco un jubilado cualquiera– está el Programa de Ciencias Sociales que dirigió en la Fundación Ramón Areces. Tuve la suerte de colaborar con él desde el principio de esta iniciativa, en el año 2001, hasta finales del año 2007. El programa sigue afortunadamente activo en la actualidad, pero me voy a permitir referirme a sus características iniciales, porque muestran claramente los objetivos que Rojo consideraba deseable perseguir.

La generosidad de la Fundación Ramón Areces permitió lanzar un programa integrado por cuatro áreas distintas. En primer lugar, se contemplaba la concesión de ayudas monetarias para investigadores menores de 40 años empleados en universidades españolas, fueran españoles o no. Se caracterizaban por otorgar una cantidad fija, sin especificar los conceptos a los que debían dedicarse los fondos (restricción frecuente en otros programas, que sesga las decisiones de gasto de los investigadores de maneras subóptimas), aunque vinculando el desembolso del tramo final de la ayuda a la comprobación de los resultados de la investigación.

En segundo lugar, se creó un programa de becas para la realización de tesis doctorales en España, en cuatro disciplinas: Economía, Historia, Sociología y Ciencia Política. La oportunidad del programa se puso de manifiesto por las muchas peticiones recibidas, que revelaban las dificultades existentes para conseguir becas de doctorado en Ciencias Sociales en nuestro país.

En tercer lugar, se inició una serie de reuniones científicas en las que ocho investigadores de primera fila radicados en el extranjero presentaban sus trabajos recientes a un público formado por investigadores ubicados en España. El formato de las reuniones, con presentaciones cortas y mucho tiempo para la discusión y la interacción, perseguía difundir la investigación de frontera en nuestro país y familiarizar a los investigadores extranjeros con la investigación hecha en España.

Por último, se lanzó un conjunto de ciclos de conferencias para el gran público, en las que investigadores en Ciencias Sociales daban a conocer el estado del conocimiento en áreas de gran interés económico y social.

Como en los otros casos, la filosofía practicada por Ángel Rojo fue fijar claramente los objetivos principales, dejar autonomía al responsable para organizar las actividades de la forma que le pareciera mejor, verificar periódicamente los procedimientos y examinar rigurosamente los resultados. Ello permitió que el programa alcanzara un buen número de sus objetivos, facilitando el acceso a las Ciencias Sociales a estudiantes, investigadores y la sociedad en general.

## LA HERENCIA DE ÁNGEL ROJO

Ángel Rojo tenía la doble convicción de que la Ciencia Económica es un instrumento muy valioso para elevar el bienestar social y de que era necesario –en su momento– crear nuevas instituciones que hicieran avanzar el conocimiento económico con una auténtica vocación de excelencia y que no estuvieran mediatizadas ni por los obstáculos tradicionales ni por la intromisión de objetivos diferentes.



El resultado de su esfuerzo sostenido durante décadas en este sentido nos ha legado un conjunto de instituciones muy valiosas y complementarias: un centro académico docente e investigador de primera línea internacional, una fundación que ha logrado un gran impacto en el fomento de la investigación aplicada de calidad y la divulgación de sus resultados para mejorar nuestra política económica y, en fin, un programa que facilita el acceso de estudiantes, investigadores y la sociedad en general a las Ciencias Sociales.

Junto con las valiosas aportaciones de Ángel Rojo al conocimiento de la economía española y a la calidad de las decisiones de política económica en nuestro país durante muchos años, se sitúan sus actividades en el campo de las Ciencias Sociales. La contribución de sus iniciativas al bienestar social es muy grande y duradera. A título de ejemplo, incluye directamente a todos los que aprendieron Economía con sus clases y sus libros, los que se marcharon a estudiar a universidades extranjeras animados por él, los que obtuvieron becas del Banco de España o de la Fundación Ramón Areces para realizar estudios de posgrado, los que estudiaron en el CEMFI o se han beneficiado de sus actividades, los que se han visto –sabiéndolo o no– afectados por las mejoras de la política económica promovidas por los trabajos generados por FEDEA o han empezado a entender las fuerzas económicas que nos afectan a todos gracias a su labor de divulgación. También habría que incluir los beneficios indirectos a través de todas estas personas. Pero esta es solo una mirada retrospectiva. Mirando hacia delante, hay un flujo de beneficios sociales futuros que producirán unas instituciones que sencillamente no existirían si Ángel Rojo no las hubiera creado. Es difícil pensar en una herencia mejor.



# LUIS ÁNGEL ROJO Y LA REGULACIÓN FINANCIERA DE FINALES DEL SIGLO XX

*Javier Aríztegui Yáñez*

## INTRODUCCIÓN

En este artículo se realizará una breve reseña de los principales cambios en la regulación financiera que promovió Luis Ángel Rojo desde el año 1988, cuando fue nombrado Subgobernador, hasta el año 2000, cuando terminaron sus ocho años de Gobernador del Banco de España.

Aunque Luis Ángel Rojo se licenció en Derecho en la Universidad Complutense, antes de obtener su doctorado en la London School of Economics, su trabajo central fue de economista y, como tal, utilizó el derecho y la regulación financiera como herramientas necesarias en su empeño por modernizar la economía española en las postrimerías del siglo XX. No trabajó directamente en la redacción de normas, pero sí impulsó cambios en la regulación que abrieron nuevas vías para el sistema financiero. En esta tarea estuvo auxiliado por magníficos profesionales del Derecho que fueron quienes materialmente redactaron las reglas; por ello, su impronta no se encuentra tanto en las soluciones jurídicas arbitradas, sino en la inspiración de las mismas.

En este artículo se destacarán tres bloques normativos en los que trabajó intensamente. El primero, que prácticamente abarca su mandato como subgobernador, analizará la regulación que hubo que establecer para insertar la nueva política monetaria en las instituciones y los mercados españoles. Se glosará la creación del mercado de deuda pública y la Ley del Mercado de Valores, que sirvieron para aliviar la presión que el Tesoro Público proyectaba sobre el Banco de España, y se hará una reseña de la libertad de tipos de interés y comisiones que liberó de lastres los mecanismos

de transmisión de los impulsos monetarios, de modo que operasen más por la vía de precios que por la vía de restricciones de cantidad.

El segundo bloque comprenderá el periodo que discurre de 1992 a 1994, cuando la ruptura del Sistema Monetario Europeo aconsejó reformular los objetivos de política monetaria y dotar de una mayor autonomía al Banco de España. La crisis de Banesto y las consecuencias que tuvo sobre la supervisión permitirán realizar un breve apunte sobre los criterios contables auspiciados por Luis Ángel Rojo.

El tercer bloque abarca los años 1995 a 2000 y viene dominado por la entrada de España en la Unión Económica y Monetaria Europea. Se analizarán brevemente los ajustes que se introdujeron en la Ley de Autonomía del banco emisor para otorgarle la mayor independencia exigida por su integración en el Sistema Europeo de Bancos Centrales y los cambios legales que respaldaron la adopción del euro. El artículo terminará con una mención a las innovaciones que Luis Ángel Rojo propició en la normativa contable del Banco de España para dotarle de una herramienta anticíclica, como son las “provisiones dinámicas”, implantadas en la segunda mitad del año 1999, cuando ya empezaban a “barruntarse” algunas potenciales consecuencias negativas para la estabilidad financiera de la entrada en el euro.

## **LOS CAMBIOS NORMATIVOS REQUERIDOS POR LA POLÍTICA MONETARIA (1987-1992)**

### **La financiación del Tesoro Público**

La transición democrática (1975-1978) comportó una notable presión sobre las finanzas públicas, puesto que hubo que atender a demandas sociales crecientes que presionaban sobre unos recursos escasos, allegados a través de un sistema fiscal anquilosado. A pesar de que se reformó la imposición sobre la renta en 1979 y se reajustó el aparato fiscal, el incremento en los ingresos no fue suficiente para financiar la intensa demanda de servicios públicos que la sociedad española ejercía.

El mecanismo que tradicionalmente se había utilizado para cubrir la brecha era la apelación automática y gratuita del Tesoro al Banco de España, que generaba una constante tensión sobre el balance del banco emisor y ponía en peligro la instrumentación de una política monetaria moderna, que había iniciado su andadura en 1973 promovida por Luis Ángel Rojo y su equipo de economistas<sup>1</sup>.

Para contrarrestar esta presión, las autoridades elevaron los coeficientes de caja e impusieron depósitos obligatorios remunerados. A pesar de estos arbitrios, a finales de los años 70 el Banco de España inició la colocación por subasta en el sistema bancario de pasivos propios, que se emitían a unos tipos de interés congruentes con el tono más o menos restrictivo que se quería imprimir a la política monetaria. Como el crédito del Banco al Tesoro Público era no retribuido y estos pasivos se ponían en circulación a unos tipos de interés relativamente elevados, la diferencia fue tensando la cuenta de resultados del banco emisor, reduciendo progresivamente sus márgenes ordinarios.

El alivio de esta dificultad solo podía venir por las plusvalías generadas al vender las reservas de divisas, tratando de “ordenar” la evolución descendente de la cotización de la peseta. El agotamiento progresivo de estas reservas convenció en 1984 a las autoridades de que la única solución permanente del dilema era crear un mercado moderno de deuda pública que atenuase la presión sobre la cuenta de resultados e hiciese explícitos los costes de la financiación del Tesoro, imputándolos directamente al gasto público.

Mientras fue madurando la transformación normativa e institucional para alumbrar el nuevo mercado de deuda en 1987, las autoridades recurrieron a dos instrumentos auxiliares: uno fue el establecimiento de un coeficiente de inversión obligatoria en Pagarés del Tesoro (1984), y el segundo, la comercialización de dichos Pagarés a través de las redes bancarias en

---

<sup>1</sup> Véase Malo de Molina, 2011.

la que se colocaban los Certificados del Banco de España y los Certificados de Regulación Monetaria, filtrándose hacia el público en general.

Estos mecanismos creaban dos problemas relevantes: alteraban coercitivamente las cuentas de resultados bancarias, trasladando el coste de la financiación pública a los intereses que debían satisfacer los clientes bancarios de activo; y utilizaban unos canales inapropiados para la colocación masiva de deuda pública, ya que las anotaciones bancarias de transmisión de propiedad de los depósitos no eran adecuadas para garantizar la seguridad del tráfico en un mercado secundario donde se llevaban a cabo miles de transacciones de compraventa definitiva de valores y de cesión temporal de títulos.

Para superar esta tensión, se creó en 1987 la Central de Anotaciones de Deuda Pública gestionada por el Banco de España y, a partir de 1989, se desmantelaron progresivamente los distintos coeficientes de inversión obligatoria que encorsetaban el negocio bancario, inmovilizando más de la mitad de los activos en operaciones reguladas.

## **La Central de Anotaciones y la Ley del Mercado de Valores**

El 3 de abril de 1987 se publicó el Real Decreto 505 que dispuso la creación de un sistema de anotaciones en cuenta para la Deuda del Estado y la organización, dentro de dicho sistema, de una Central de Anotaciones gestionada por el Banco de España.

Normativamente, la aparición de las anotaciones contables como forma de materialización de los valores supuso la introducción de un tratamiento jurídico específico que se alejaba de la tradicional plasmación de los mismos en títulos valores, permitiendo una movilización más rápida de la deuda, al basarse en apuntes realizados por los ordenadores del Banco de España y de las entidades bancarias. El sistema heredaba la agilidad operativa de los Certificados del Banco de España y de los Certificados de Regulación Monetaria y aseguraba una mayor fortaleza escritural al

regular un registro coordinado de titularidades sustentado en una pieza central –operada en el ordenador del Banco de España (la Central de Anotaciones)– y unos sistemas “satélites” localizados en los ordenadores de las “entidades gestoras”. Ambos registros –el central y los “satélites”– dialogaban periódicamente para cuadrar las tenencias de deuda de los distintos operadores especializados y los saldos en manos del público, garantizando la seguridad de los derechos de propiedad sobre dichos valores y proporcionando información “en tiempo real” sobre los flujos de transacciones y tipos de interés.

El mercado secundario se basaba también en un esquema descentralizado de contratación (no localizado en las Bolsas de Valores), que permitía la negociación de las Letras, Pagarés y Bonos del Tesoro a través de las “mesas de tesorería” del sistema bancario, evitando la rigidez y los gastos de la “intervención” de los Agentes de Cambio y Bolsa en los corros bursátiles tradicionales. Estaba inspirado en el mercado de deuda del Tesoro americano.

En enero de 1988 el Banco de España, con el fin de aumentar la eficiencia del mercado, promovió la creación de dos tipos de instituciones: “creadores de mercado” y “mediadores entre negociantes de deuda anotada”. Se creaba un esquema institucional basado en la contratación de “paquetes de valores”, evitando la centralización de órdenes guiadas por precios en un corro único, típica de la negociación de acciones. En definitiva, el Tesoro Público y el Banco de España optaban por utilizar los canales y las prácticas de distribución bancaria para la colocación de la deuda, institucionalizando los distintos agentes y mediadores de un mercado bancarizado de renta fija.

Tras este impulso original, la Ley del Mercado de Valores de 1988 amplió el marco jurídico de la emisión y negociación y reconoció al Mercado de Deuda Pública en Anotaciones como mercado secundario oficial, y al Banco de España como organismo rector del mismo.

En años sucesivos, utilizando las distintas Órdenes Ministeriales que a principios del ejercicio regulaban la emisión de deuda, fueron

introduciéndose distintas novedades como la creación de Obligaciones del Estado como instrumento a largo plazo, las subastas de títulos abiertas al público en general, la normalización de los calendarios de emisiones y su difusión a comienzos del año, el establecimiento de ofertas competitivas y no competitivas en dichas subastas y los horarios en que estas se debían formalizar.

El 21 de marzo de 1989 se autorizaron las operaciones a plazo; en junio de 1990 se impulsó la creación de Fondtesoros; en diciembre de 1991 se reguló el régimen jurídico de los mercados oficiales de futuros y opciones y, por medio de la Orden Ministerial de 29 de junio de 1997, se autorizó la segregación del principal y los cupones periódicos de bonos y obligaciones y su posterior reconstitución, a efectos de su negociación separada (*strips*).

La creación del mercado de deuda pública en anotaciones fue la herramienta imprescindible para financiar de una manera ortodoxa al Tesoro Público y liberar de ataduras a la política monetaria. Luis Ángel Rojo dedicó sus mejores esfuerzos como subgobernador y gobernador a esta tarea que fue un pilar fundamental para sustentar la modernización del sistema financiero español a lo largo de los años de su mandato.

## **El desmantelamiento de los coeficientes obligatorios**

La solución definitiva a las “apreturas” del Tesoro tardó años. Había que lograr la transformación voluntaria de activos bancarios frente al sector privado en inversiones en deuda, modificando la estructura de los balances y utilizando para ello básicamente las cesiones temporales a la clientela. El despliegue de esta transformación estructural precisaba de cambios relevantes en los hábitos de tenencia y negociación de los activos financieros, que requerían tiempo y paciencia.

Mientras se asentaba este cambio, fue necesario arbitrar “muletas” que permitieran atender las urgencias del sector público sin quebrar la autonomía de la política monetaria. El arbitrio elegido fue la creación y elevación



a partir de 1984 de los coeficientes obligatorios que forzaban la absorción de instrumentos del sector público en los balances bancarios (coeficiente de caja, depósitos obligatorios y coeficiente de inversión). Desde 1987 hasta 1992, a medida que iba madurando el mercado de deuda, fueron desmontándose estas “muletas”.

La aprobación en 1985 de la Ley sobre Fiscalidad de determinados activos financieros, que estableció la “opacidad” fiscal de los Pagarés del Tesoro, provocó una reducción relevante en el rendimiento de los activos trabados por el coeficiente de inversión que desde el año anterior debía mantener el sistema bancario. Para atenuar estas distorsiones, en 1987 se inició la emisión de Letras del Tesoro que no gozaban de “opacidad” y de 1989 a 1992 se redujo progresivamente el coeficiente de inversión desde el 10,625% hasta su eliminación, impulsando el trasvase de las inversiones de bancos y cajas desde Pagarés “opacos” hacia otros instrumentos, como las Letras y los Bonos del Tesoro, de remuneración libre a tipos de mercado.

La Orden Ministerial de 21 de febrero de 1990 reformó el coeficiente de caja, rebajándolo desde el 17%<sup>2</sup> al 5%. Para lograr una traslación ordenada de los recursos inmovilizados por este coeficiente, el banco central emitió Certificados por los 12 puntos de diferencia, con vencimientos semestrales crecientes que iban desde 1993 al año 2000. Estos valores tenían una remuneración explícita del 6%, eran negociables en el mercado secundario de deuda anotada y eran descontables en el Banco de España para obtener liquidez en las operaciones de regulación monetaria.

El total de activos inmovilizados en Certificados era una cantidad fija, sujeta a un calendario de amortización, y este arbitrio no afectaba a las nuevas operaciones de activo y de pasivo de la banca. Con ello se conseguía que los nuevos depósitos quedasen sujetos a un coeficiente del 5%, que en años sucesivos fue reduciéndose hasta el 2%. El impacto en resultados de

---

<sup>2</sup> Se incluye en este porcentaje el “tramo remunerado” correspondiente a los antiguos depósitos obligatorios remunerados.

la masa de activos inmovilizados suponía una carga fija que no alteraba los costes y rendimientos marginales. Se lograba así que los tipos relevantes no quedasen alterados por arbitrios establecidos para financiar al sector público y se conseguía una “señal” de tipos de interés y precios de activos y pasivos bancarios nuevos no distorsionada y más útil como canal de transmisión de la política monetaria.

### **La liberalización de tipos de interés y comisiones bancarias**

La liberalización de los tipos de interés y de las comisiones fue un proceso lento que llevó dieciocho años. La guerra civil española había dejado una normativa que impedía la fijación libre de los mismos y establecía una panoplia de regulaciones para congelar los tipos de las operaciones de crédito y depósito y las condiciones de los servicios bancarios, no ofreciendo ningún margen de libertad.

El primer movimiento para ensanchar este corsé, fue la Orden Ministerial comunicada del año 1964 donde se liberaron los tipos de las operaciones interbancarias. A lo largo de los años setenta y ochenta, fueron desmontándose las normas y, por último, el 3 de marzo de 1987 se emitió una Orden Ministerial en la que se suprimieron los tipos máximos para las operaciones bancarias pasivas, se eliminaron las comisiones máximas para las operaciones de activo, se reforzó la “transparencia” en la información a la clientela y se creó el Servicio de Reclamaciones del Banco de España.

Este largo proceso de eliminación de trabas era la condición necesaria para que la política monetaria pudiese desplegar sus efectos a través de las complejas estructuras de tipos y condiciones de las operaciones financieras y no por medio de restricciones cuantitativas de crédito o de “extratipos” en las operaciones de depósito. Con ello se logró una mejor asignación de recursos financieros y una señal menos distorsionada de tipos de interés y precios en la economía. Se consiguió que los canales de transmisión discurriesen por el entramado de tipos y precios que determinan la actuación de los distintos agentes, permitiendo un ajuste más fino al tono impreso

por las autoridades monetarias y mitigando los efectos más bruscos y espasmódicos que vienen asociados a las restricciones de cantidad, cuando los tipos de interés no pueden ejercer plenamente su virtualidad.

Luis Ángel Rojo tuvo una participación activa en la promoción de estos cambios normativos.

## LA CRISIS DE 1993 A 1995

En el verano de 1989 España se integró en el Sistema Monetario Europeo y en su “mecanismo de tipos de cambio”, tratando de fijar una referencia exterior que disciplinase las presiones expansivas sobre la demanda interna.

Si bien era cierto que en 1990 ya se había establecido que el “recurso del Tesoro” al Banco de España no podía incrementarse al cierre de cada ejercicio presupuestario, la norma no había limitado su variación interanual y eran intensas las presiones de la política fiscal sobre la política monetaria. A finales de los años 80, el Gobierno se había embarcado en una política de gasto público fuertemente expansiva que estaba causando tensiones recurrentes de precios y poniendo en peligro la estabilidad interior. En esas circunstancias, las autoridades decidieron fijar un rango de fluctuación del tipo de cambio de la peseta con respecto al ecu ( $\pm 2,5\%$ ) que obligara a disciplinar la demanda interna, de modo que ésta fuese compatible con la estabilidad del tipo de cambio.

En el verano de 1992, tras la reunificación de Alemania y la explosión de gasto público consiguiente, el Bundesbank decidió elevar los tipos de interés para tratar de contener el gasto interior, provocando un movimiento de capitales hacia el marco y generando fuertes tensiones en el mecanismo de los tipos de cambio. Tras potentísimas intervenciones del Banco de Inglaterra y del Banco de Italia en el mercado de divisas, en septiembre de 1992 la libra y la lira abandonaron el mecanismo de cambios y la peseta se devaluó un 5%, manteniéndose dentro del mismo. En febrero de 1993 se

establecieron unas nuevas referencias para el escudo y la peseta dentro de dicho mecanismo, aceptando una depreciación adicional de las monedas, y en agosto de 1993 se acordó un incremento de los márgenes de fluctuación dentro del mecanismo de cambios del  $\pm 15\%$ , que permitía una mayor variabilidad de las cotizaciones en torno a un marco alemán que continuaba apreciándose.

En este entorno de convulsiones, las autoridades fueron aceptando depreciaciones sucesivas de la peseta en relación al marco e incrementando la tensión de la política monetaria, elevando los tipos de referencia del Banco de España, en un intento de preservar la estabilidad interior de precios y mantener a la peseta dentro de la disciplina del Sistema Monetario Europeo. Luis Ángel Rojo, gobernador del Banco de España desde el verano de 1992, participó activamente en las decisiones de aquellos dos años. Fruto de la experiencia obtenida y del impacto de la crisis sobre la economía española aparecen dos bloques de innovaciones regulatorias que se glosarán en este apartado. Versan sobre la autonomía del Banco de España y el impacto de la crisis bancaria de 1993 –con la “intervención” de Banesto– sobre la contabilidad y la regulación de bancos y cajas.

## La ley de Autonomía del Banco de España

La Ley 13/1994, de 1 de junio, de Autonomía del Banco de España, vino a consagrar definitivamente la autonomía funcional ya esbozada en el anterior estatuto orgánico del Banco<sup>3</sup> mediante la incorporación a nuestro ordenamiento del principio de independencia de los bancos centrales nacionales introducido por el Tratado de Maastricht, en el marco del proceso de transición a la Unión Económica y Monetaria.

Frente a la anterior autonomía de la política monetaria “*de acuerdo con los objetivos generales fijados por el Gobierno*”, la Ley 13/1994 atribuye al

---

<sup>3</sup> Ley 30/1980, de 21 de junio, por la que se regulan los órganos rectores del Banco de España.

Banco una independencia operativa real ligada al objetivo de estabilidad de precios e introduce mecanismos de independencia financiera, personal e institucional similares a los fijados por Maastricht para el futuro Banco Central Europeo. Entre ellos, cabe destacar el alargamiento hasta 6 años del mandato del gobernador y subgobernador y su carácter no renovable, así como la prohibición general de concesión de “descubiertos” al Gobierno (recurso del Tesoro) y cualquier otro tipo de “financiación monetaria” al sector público.

La Ley de Autonomía del Banco de España concedió a éste de manera formal plena independencia para la definición de los objetivos de la política monetaria, siempre condicionado al mandato de perseguir la estabilidad de los precios. El nuevo marco liberaba al Banco de las interferencias que podrían surgir de la supeditación a objetivos no compatibles con la estabilidad de precios, de la atención a las necesidades de financiación del sector público o de la propia influencia de los ciclos electorales.

En términos de estrategia de política monetaria, y tras las dificultades que habían surgido para “vincular” la peseta al marco alemán, o para definir un “agregado monetario intermedio” que fuese razonablemente estable, el banco emisor, actuando plenamente dentro de sus nuevas atribuciones, modificó su esquema de definición de objetivos, relegando los agregados monetarios al papel de indicadores complementarios y estableciendo un objetivo directo de inflación. El Banco de España hizo públicos sus objetivos, elaborando periódicamente un “informe sobre inflación” y realizando un esfuerzo de comunicación para que la sociedad española asumiese la estabilidad de precios que había que lograr para integrarse en la Unión Monetaria Europea a principios de 1999 (Malo de Molina, 2011).

### **La crisis financiera de 1993, la supervisión y la contabilidad bancaria**

Las convulsiones cambiarias que se desarrollaron de 1992 a 1994 y el brusco ajuste de la economía española de estos años tuvo también su manifestación en la crisis bancaria y la “intervención” de Banesto.

A finales de los años 80 se registró un proceso de concentración bancaria que supuso un intento de absorción del mayor banco español de aquellos tiempos –Banesto– por el Banco de Bilbao. Tras el fallo de esta estrategia, llegó al Banco Español de Crédito un nuevo grupo de gestores que se embarcó en una intensa expansión que chocó con la crisis del año 1992, poniendo al banco en una situación de dificultad. El Banco de España solicitó un refuerzo importante de capital, que el banco no fue capaz de allegar, provocando, la “intervención” del mismo y el cambio de administradores en los últimos días de 1993. A finales de abril de 1994, el banco había sido subastado entre la banca privada y adquirido por el Banco de Santander, generando unas pérdidas para el Fondo de Garantía de Depósitos en Establecimientos Bancarios de 193 m.m. de pesetas.

La crisis de Banesto tuvo un impacto importante en la regulación prudencial y contable del Banco de España y en los mecanismos de “resolución” bancaria. La supervisión pasó a ser mucho más “intrusiva” y cada vez se basó más en un marco contable exigente que permitiera calibrar el valor económico subyacente de las instituciones financieras.

Como un subproducto de las sucesivas crisis que afectaron a España desde 1977 a 1985, el Banco de España ha sido el regulador contable de la banca desde el año 1978. Aún en la actualidad, el Banco establece las normas contables para “los estados individuales”. Según la normativa europea, sin embargo, los criterios contables de los “estados consolidados” y su interpretación están en manos de las autoridades de valores –en España la CNMV– sobre la base de las normas internacionales de contabilidad, ya que las leyes europeas tratan de homogeneizar el tratamiento contable de las sociedades que tengan pasivos cotizados en mercados regulados.

Como se ha señalado, desde el año 1978 cuando se publicó la Circular conocida como “la Pastoral”, el Banco de España había fijado las normas contables de las entidades de crédito, impregnándolas de unos criterios altamente conservadores. Después de la crisis de Banesto, los criterios contables volvieron a endurecerse en 1999, definiendo de una manera mucho más ajustada la cobertura por la “mora” correspondiente a tres meses y

especificando que las hipotecas residenciales en las que la deuda pendiente superase el 80% del valor de tasación se tratarían con los parámetros generales mucho más exigentes, en un intento de atajar las operaciones hipotecarias demasiado apalancadas (Poveda, 2011).

En el año 2004 la adaptación de la normativa contable española a los estándares internacionales de contabilidad tendió a relajar los criterios conservadores en la estimación de los ajustes precisos en el valor de los activos y en los beneficios que habían impregnado la concepción contable del Banco de España y otorgó un mayor peso a los criterios auditores en la definición de la misma.

Luis Ángel Rojo siempre auspició un enfoque prudente en la valoración del negocio financiero, destacando que la banca es una empresa peculiar, que está basada en la confianza de un conjunto masivo de acreedores asustadizos (los depositantes). Por ello, no se pueden trasladar mecánicamente a este negocio los criterios de valoración que son aptos para determinar el precio de empresas no financieras, que tienen acreedores profesionales que conocen y asumen adecuadamente el valor fluctuante de activos y pasivos. En el caso de las entidades bancarias, que dependen crucialmente de la confianza de los depositantes como acreedores no profesionales, debe primar un criterio prudente de valoración que sirva para proteger los intereses de los depositantes y –en último término, de los contribuyentes que “garantizan” sus depósitos– frente al “valor de mercado”, que tiende a permitir una más alta variabilidad del patrimonio neto de los bancos, un reconocimiento más generoso de beneficios y un mayor reparto de dividendos a favor de los accionistas.

## **LA INTEGRACIÓN EN LA UNIÓN MONETARIA EUROPEA (1996-2000)**

Los últimos cinco años de Luis Ángel Rojo como gobernador del Banco de España estuvieron dedicados a la integración en la Unión Monetaria Europea. En términos de regulación, los principales hitos que cabe

destacar son las modificaciones normativas necesarias para la integración de la peseta en la moneda común (reforzamiento de la independencia del banco emisor y Ley del Euro) y el impacto que la Unión Monetaria tuvo en los criterios contables: las “provisiones anticíclicas”.

## **La independencia del Banco de España**

Dentro del proceso de adopción de la moneda única, la Ley de Autonomía del Banco de España de 1994 fue modificada por la Ley 12/1998, de 28 de abril. El cambio esencial introducido por esta última se corresponde con el traspaso de la soberanía monetaria al ámbito europeo y la consiguiente transformación de la posición institucional del Banco. Entre las modificaciones concretas que instrumentan esa transformación –de autoridad nacional a miembro de una autoridad europea– cabría destacar la declaración expresa del Banco de España como parte integrante del Sistema Europeo de Bancos Centrales, sujeto a las orientaciones e instrucciones del Banco Central Europeo (artículo 1), y la prohibición de recibir instrucciones de cualquier organismo nacional o comunitario en el ejercicio de sus funciones (artículo 7).

## **El Euro como moneda única**

Tras la entrada en vigor del Tratado de Maastricht, se publicó en diciembre de 1992 el Libro Blanco de la Comisión Europea donde se abordaba la remoción de los obstáculos legales para el uso del ecu. Fruto de las conclusiones del denominado “Informe DURAN”, vieron la luz dos reglamentos: el Reglamento CE 1103/97 del Consejo, de 17 de junio de 1997, sobre determinadas disposiciones relativas a la introducción del euro, donde se establecía la equivalencia ecu-euro, el régimen de la continuidad de los contratos, la fijación de los tipos de conversión y las reglas de redondeo, y el Reglamento CE 974/98 del Consejo, de 3 de mayo de 1998, sobre la introducción del euro, donde se establecía el régimen de sustitución de las monedas, el régimen transitorio y el régimen de los billetes y monedas denominados en euros.



España modificó su sistema monetario interno para adaptarlo al nuevo marco diseñado por los citados reglamentos. El cambio se llevó a cabo a través de la entrada en vigor, el 1 de enero de 1999, de la Ley 46/1998 de 17 de diciembre, sobre introducción del euro, que sustituyó la peseta por el euro como unidad monetaria, y se adoptó la legislación nacional con medidas tendentes al favorecimiento del uso del euro durante la fase de coexistencia de monedas hasta el momento de la introducción de los billetes y moneda metálica denominada en euros. Dicha ley fue positivamente valorada por el preceptivo dictamen del Banco Central Europeo.

### **Las provisiones dinámicas**

La renuncia a la soberanía monetaria comportaba la aceptación de la incapacidad para controlar la evolución interna de la liquidez y del crédito. A partir de 1999, el Banco de España dejó de tener herramientas para limitar el crecimiento del crédito y moderar los posibles excesos que se podrían registrar bajo las condiciones de holgura que dimanaban de una Unión Europea dominada por los países centrales que estaban experimentando bajas tasas de crecimiento.

El Banco de España, no obstante, como regulador y supervisor bancario, podía tomar medidas prudenciales para contener los efectos que una expansión excesiva del crédito podía llegar a tener sobre la estabilidad del sistema financiero.

Esta fue la preocupación que impulsó la innovación regulatoria de establecer un sistema de “provisiones anticíclicas” –o dinámicas– que obligaban a las entidades de crédito a realizar dotaciones en los tiempos de bonanza, para aumentar su capacidad de resistencia en los períodos de ajuste. Dichas provisiones estaban basadas en la filosofía de que los riesgos hay que afrontarlos cuando se asumen –al contratar las operaciones– y no esperar a hacerlo cuando se materializan. Esta innovación regulatoria no tenía capacidad para frenar por sí sola los excesos crediticios, pero permitía aumentar la resistencia del sistema financiero ante las perturbaciones.

Luis Ángel Rojo, como gobernador, impulsó la introducción por la Circular 9/1999 de las provisiones anticíclicas. Este instrumento fue posteriormente rediseñado, en 2004, mediante la Circular del Banco de España 4/2004.

El mecanismo de dotación de las provisiones anticíclicas hace que éstas refuercen a las entidades ante futuras contingencias y lo hagan de una forma cómoda para ellas. Se acumulan en los años de baja morosidad y buenos resultados y se usan en los años malos. La norma obliga a calcular en cada ejercicio contable una dotación bruta, aplicando un conjunto de coeficientes convencionales a las posiciones crediticias clasificadas de menor a mayor potencial de insolvencia<sup>4</sup>. Pero no es la cifra así calculada la que alimenta el fondo de provisiones anticíclicas pues, para calcular la dotación neta, se restan de la dotación bruta los deterioros crediticios netos efectivamente experimentados.

En los años de buena coyuntura y baja morosidad, dicho minuendo es pequeño y la mayor parte de la dotación bruta se acumula en el Fondo. En años de alta morosidad sucede lo contrario: la dotación bruta no alcanza a cubrir los deterioros experimentados y el Fondo tiende a vaciarse. De esta forma, el procedimiento genera un efecto estabilizador (anticíclico) sobre las cuentas de resultados.

Luis Ángel Rojo promovió esta innovación que fue su último legado en la regulación contable antes de que terminara su mandato como gobernador en el verano del año 2000.

*Mi agradecimiento a J. A. Alepuz, F. Brugera y F. J. Priego, que me ayudaron en algunas partes de este artículo.*

---

<sup>4</sup> Desde el año 2004 se aplican dos vectores de coeficientes: uno menos exigente, afecta a los saldos vivos de crédito; y otro más elevado afecta a los incrementos netos de dichos saldos clasificados en cinco bloques, según el riesgo de riesgo de crédito estimado.

## REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- MALO DE MOLINA, J. L. (2011) “Las bases macroeconómicas del desarrollo reciente del sistema financiero español”, en *Un siglo de historia del sistema financiero español*. Alianza Editorial.
- POVEDA, R. (2011) “La regulación y la supervisión bancarias en los últimos cuarenta años”, en *Un siglo de historia del sistema financiero español*. Alianza Editorial.



## RECUERDOS DE LUIS ÁNGEL ROJO

*Jaime Terceiro Lomba*

Tuve la primera noticia de Luis Ángel Rojo, en 1965, a través de mi hermano José. Vivíamos entonces como estudiantes en Madrid, muy cerca de la glorieta de Cuatro Caminos. José abandonaba, como alumno, el viejo caserón de San Bernardo, por el traslado de la Facultad de Económicas a la Ciudad Universitaria, y yo iniciaba, después del preceptivo Curso Selectivo en la Facultad de Ciencias de la Complutense de entonces, mis estudios de Ingeniero Aeronáutico en la Politécnica. Por mi formación cuantitativa, me había familiarizado con el libro de *Teoría Económica* del profesor Castañeda (entonces distribuido en fascículos) y con su complemento de problemas del profesor Andrés Vázquez, ya que algunas tardes las pasaba aclarándole a mi hermano, y a alguno de sus compañeros de curso, las dificultades que tenían con el cálculo diferencial de esos materiales. Supe, entonces, que a aquel curso de Microeconomía le seguía otro de Macroeconomía impartido por el profesor Ángel Rojo. Los requerimientos cuantitativos de este curso eran inferiores a los del profesor Castañeda, lo que se tradujo en que mi intervención como ayudante de mi hermano, en tales aspectos, fuera mucho menor, y quizás por ello obtuvo una buena calificación: Ángel Rojo le concedió matrícula de honor en Teoría Económica III. Años más tarde comprendí que aquella fue una época dorada de la Facultad de Económicas, que contaba con maestros como José Luis Sampedro, Enrique Fuentes, Gonzalo Arnaiz, Juan Velarde o Gonzalo Anes. Como economista, siempre he echado en falta no haber sido su discípulo.

Cuando escribo este texto me vienen a la memoria muy buenos recuerdos de aquellos años en los que, junto con mi inicial vocación docente, me transmitió mi hermano por primera vez su formidable opinión sobre Ángel Rojo como profesor. Con el propósito de aumentar mi renta disponible, y una vez que ingresé en la Escuela de Aeronáuticos, consolidé

aquella prematura vocación; así, durante los cinco años adicionales de la carrera impartí clases en la única academia que había entonces para preparar el ingreso en la Escuela Técnica Superior de Ingenieros Aeronáuticos. Las disciplinas no eran exactamente las mismas, ya que en ella enseñaba Matemáticas, Física y Mecánica de Fluidos seis días por semana, de seis a ocho de la mañana, y en los veranos, salvo los de la milicia universitaria, ese horario se prolongaba de ocho de la mañana a dos de la tarde. En fin, mis tempranas e intrusas clases de economía despertaron mi vocación docente, que más tarde se asentó en la academia para la preparación del ingreso en la Escuela de Aeronáuticos, pero no así mi relación con el profesor Rojo, pues mis inquietudes académicas y profesionales me llevaron por caminos muy distintos.

Habían pasado tres lustros, cuando a finales de la década de los setenta tuve la ocasión de coincidir con Ángel Rojo en el Departamento de Economía Cuantitativa de la Universidad Complutense, al que me había incorporado como catedrático de Econometría y Métodos Estadísticos. Junto a un valioso grupo de profesores, entre los que, además de Ángel Rojo, debo destacar a Julio Segura, Carlos Sebastián y José Borrell, creamos lo que yo pienso que fue entonces uno de los mejores y más exigentes programas de formación cuantitativa en economía en los dos últimos cursos de licenciatura. Recuerdo bien cuando instalamos en el departamento el nuevo terminal de Univac para poder realizar los primeros ejercicios de economía empírica, las dificultades que tuvimos para conseguir una línea telefónica que nos conectara con el centro de proceso de datos del Ministerio de Educación en la calle Vitruvio y, en fin, a los alumnos de la especialidad perforando fichas y trasladándolas desde Somosaguas hasta allí en pesadas cajas de cartón.

Hoy veo con nostalgia y satisfacción el resultado de nuestro trabajo conjunto de aquellos años, reconociendo a muchos de nuestros alumnos en relevantes puestos, tanto en el entorno económico y social español, como en el de otros países. Lamentablemente, pocos años después, en 1984, la aplicación de una absurda norma legal sobre incompatibilidades alejó a Ángel Rojo de la que, para nosotros, era su imprescindible docencia

en aquel departamento, que con tanto esfuerzo, de unos y otros, habíamos llegado a formar. Esta sinrazón legislativa le obligó a apartarse de la universidad como docente demasiado temprano. A pesar de todo, cuando dejó el Banco de España, volvió al entrañable y destartalado pabellón prefabricado de la Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad Complutense, asumiendo, una vez más, su actividad docente con la competencia y vocación que siempre le caracterizaron.

Transcurrido el tiempo, al finalizar el primer trimestre del curso 1987-1988, el Consejo de Administración de Caja Madrid me eligió como presidente ejecutivo, y esta fue una nueva oportunidad que tuve para coincidir en mi actividad profesional con Ángel Rojo. Durante los nueve años que ocupé la presidencia de Caja Madrid él fue, sucesivamente, director general, subgobernador y gobernador del Banco de España.

Lo cierto es que Ángel Rojo ha sido todo en el Banco de España, al que se incorporó en 1972 como director del Servicio de Estudios y en el que permaneció hasta el 2000, los últimos ocho años como gobernador. Ingente fue la tarea realizada: atrajo al Servicio de Estudios los recursos económicos suficientes para poder formar un equipo humano de profesionales e investigadores que constituyeron el espacio más amplio y capaz para el estudio y análisis de la economía española; con la aplicación de la Ley de Autonomía del Banco de España pudo definir una política monetaria que fue determinante para nuestra entrada en la Unión Monetaria Europea; en sus primeros meses como gobernador hizo frente, con energía y sentido de la responsabilidad, a los últimos episodios de la crisis bancaria; y al final de su mandato supo adelantarse a los problemas que el descontrolado proceso de endeudamiento de familias y empresas podría tener en la salud de nuestro sistema financiero, para lo que analizó desde finales de la década de los noventa un nuevo sistema de provisiones anticíclicas que, puesto en práctica en el 2000, resultó de gran ayuda en los primeros años de la crisis financiera.

Durante mi etapa en Caja Madrid seguí muy de cerca su trabajo y siempre las directrices que impartía desde el Banco de España. Hoy pienso que

a ello se debe, en gran parte, el hecho de que cuando en septiembre de 1996 abandoné la presidencia de Caja Madrid había conseguido llegar a ser la entidad más solvente del sector, la mejor valorada por las tres agencias de calificación y la que más beneficios tenía en su actividad financiera. Años más tarde, Ángel Rojo me recordó muchas veces la situación en la que Caja Madrid estaba a finales de 1996 y en la que finalmente se terminó encontrando, antes de verse obligada a una fusión que requirió una ayuda pública inicial de 4.500 millones de euros que, como hoy es conocido, no fueron suficientes para restablecer los requeridos niveles de solvencia.

Nuestro sistema financiero tiene hoy, básicamente, dos problemas: el primero es la necesaria y radical transformación de la mitad que representan las cajas de ahorros, que de manera tan ardua se está llevando a cabo; el segundo es el impacto que en sus estados financieros tiene el fuerte endeudamiento de familias y empresas, y que ha sido el motor principal de nuestro crecimiento económico a partir de 1995. Como a continuación pondré de manifiesto, el gobernador Ángel Rojo era bien consciente de ambos problemas.

A la vista del descalabro del sector de cajas de ahorros en España, recuerdo ahora las numerosas conversaciones mantenidas con el gobernador Rojo, en mi condición de presidente de Caja Madrid. A los pocos meses de mi nombramiento, me di cuenta de lo singular que era nuestro sistema de cajas en el entorno económico internacional al que España se estaba incorporando. Me parecía obvio que su peculiar formulación jurídica e indefinición de derechos de propiedad traerían sustanciales problemas en un futuro no muy lejano. Desde luego, existía entonces, y también hoy, un intenso debate acerca de qué tipo de bienes y servicios se proporcionan más eficientemente, dependiendo de que la titularidad del productor, que no tiene por qué coincidir con la del financiador, sea pública o privada. Los resultados de este debate, singularmente en el sistema financiero, se inclinaban, ya entonces, por las instituciones de titularidad privada. Pero, en cualquier caso, no creía que, a aquellas alturas del debate, fuera prudente establecer una tercera categoría que consistiera en defender una titularidad que no fuese pública ni privada sino que, simplemente, no existiera.



No me parecía sensato tener a la mitad de nuestro sistema financiero en estas condiciones. Tampoco se lo parecía al gobernador.

Esta situación necesariamente tendría que llegar a presentar problemas de diversa naturaleza. Es sabido que en el marco de una economía de mercado la asignación eficiente de recursos depende del cumplimiento de una serie de condiciones técnicas. En particular, cuando los derechos de propiedad de todos los bienes no están correctamente definidos, o cuando hay dificultades para que los agentes negocien el reparto de los costes o beneficios que estos derechos generan, se producen ineficiencias en la asignación de recursos. Esta era la situación de las cajas de ahorros ya que, por una parte, los derechos de propiedad sobre estas entidades no estaban definidos y, por otra, no resultaba fácil establecer un marco formal de negociación entre los agentes que aspiraban a la «propiedad» de estos recursos.

Es bien cierto que la mera existencia de propietarios claramente definidos tampoco puede considerarse una condición suficiente para resolver el tradicional problema de la relación entre propietarios y empleados-gestores. Así lo reconoce la literatura sobre gobierno de la empresa. Ahora bien, esta literatura y una abundante experiencia empírica también reconocen como una condición necesaria la existencia de unos derechos de propiedad bien definidos. Otra consecuencia directa de la peculiar forma jurídica de las cajas era la imposibilidad de acudir al mercado para captar recursos propios mediante la emisión de acciones. Consideraba, entonces, que esta era una debilidad importante, y ello a pesar de que, en términos generales, las cajas de ahorros gozaban de una buena solvencia financiera.

El caso español era singular dentro del contexto de la Unión Europea, por ser el único país en el que las cajas de ahorros tenían plena libertad operativa y territorial y, sin embargo, estaban indefinidos tanto sus derechos de propiedad como su formulación jurídica. Esta situación resultaba tanto más preocupante cuanto que las cajas españolas eran las que tenían el mayor peso relativo dentro de sus respectivos sistemas financieros.

Estas, y algunas otras, eran las reflexiones que yo intercambiaba con el gobernador Rojo. Una de nuestras recurrentes conversaciones trataba sobre la participación de las cajas de ahorros en empresas. Por eso recuerdo bien cuando le comuniqué que Caja Madrid había decidido vender todas sus participaciones en empresas que no estuvieran relacionadas directamente con la actividad financiera. Habían sido adquiridas antes de mi llegada, y entre ellas figuraban algunas tan destacadas como las de Unión Fenosa, Telefónica y Tabacalera. Desde luego, no era un problema de falta de confianza en el futuro de estas empresas; era, simplemente, mi idea de que no había lógica alguna en que la Caja, que no tenía los derechos de propiedad definidos, fuera propietaria de empresas que sí los tenían bien definidos, en algunos casos a favor del sector privado y en otros a favor del sector público. Tampoco entendí que cuando años más tarde, a partir de 1996, comenzó el masivo proceso de privatización de significativas empresas, las autoridades económicas hicieran un llamamiento para que las cajas de ahorros entraran en tal proceso. La única lógica en todo esto era el afán de protagonismo personal y el interés económico de los gestores de cajas para sentarse en los correspondientes consejos de administración. Nada se hacía por resolver la indefinición de derechos de propiedad de las cajas y, en cambio, se les estimulaba a tomar parte en la propiedad de empresas, que sí los tenían bien definidos. Realmente, no cabía mayor contrasentido. Pero, además, este proceso abrió la puerta a las disparatadas inversiones que muchas cajas hicieron en empresas de los más variopintos sectores dentro y fuera de España, con los quebrantos patrimoniales que ahora se están poniendo de manifiesto.

El gobernador Ángel Rojo era conocedor de todos estos problemas. Estábamos fundamentalmente de acuerdo, aunque no en todo. Diferí de él en las posibilidades de reforma de esa mitad de nuestro sistema financiero que suponían las cajas de ahorros y en el posible calendario para llevarla a cabo en la primera mitad de la década de los noventa. Conocía mejor que yo las dificultades de hacer una reforma cuando el sistema marchaba aparentemente bien. Sabía, por experiencia, que los políticos no querían incurrir en coste alguno en esta situación, en gran medida complicada por las competencias atribuidas constitucionalmente a las comunidades

autónomas sobre las cajas de ahorros. Además, los gestores de las cajas se amparaban en esta circunstancia y eran, de forma unánime, hostiles a cualquier propuesta de cambio. También surgía un rechazo especial desde la Confederación Española de Cajas de Ahorros (CECA). Cuando se les terminaban los argumentos, los defensores del *statu quo* siempre resaltaban que las cajas eran más necesarias que nunca, ya que sostenían con sus beneficios la red más importante de asistencia social, educativa y cultural que, al margen del Estado, existía en nuestro país. No querían darse cuenta de que la actividad benéfico-social estuvo, sin lugar a dudas, justificada cuando las cajas se crearon, pero no lo estaba en la última década del siglo pasado, considerando la relevancia que en términos cuantitativos tenía nuestro estado de bienestar, y lo que representaba la obra benéfico-social de las cajas frente a la proporción de nuestro PIB destinado a gasto social. No era justificación suficiente para mantener esta singularidad en la mitad del sistema financiero de un país que pretendía incorporarse al euro.

Hoy también creo que Ángel Rojo tenía razón respecto a lo prematuro de mis propuestas, como en cierta medida los hechos demostraron algo más tarde. En efecto, durante los últimos cinco años de mi estancia en Caja Madrid defendía en todos los foros posibles las ideas que con Ángel Rojo compartía, y que quedaron expresadas en conferencias y artículos. Todo ello no me granjeaba precisamente la solidaridad profesional de mis colegas en las cajas de ahorros, con los que, en numerosos casos, por otra parte, me unía una incuestionable y vieja amistad. Por cierto, se da la paradoja que hoy son, en su inmensa mayoría, los responsables del cambio de modelo que aun no está, en mi opinión, satisfactoriamente definido.

Tampoco esta forma de pensar y actuar era plenamente aceptada en el Consejo de Administración de Caja Madrid. Recuerdo bien que publicar, en diciembre de 1995, un extenso artículo en un número especial de *Información Comercial Española* dedicado a nuestro sistema financiero, defendiendo estas ideas, me creó bastantes problemas. Antes del verano de 1996 no acepté las condiciones que algún partido político y determinado sindicato trataban de imponer en la toma de decisiones de Caja Madrid. Como consecuencia, me vi obligado a presentar mi dimisión como presidente

ejecutivo de Caja Madrid en septiembre de 1996, una vez que se rompió el consenso en su Consejo de Administración, que tanto Ángel Rojo como yo estimábamos necesario para poder seguir en el puesto con razones exclusivamente profesionales. Tras mi dimisión, estos condicionamientos se concretarían en un pacto para, entre otras cosas, llevar a cabo determinadas políticas de inversión y selección de personal, que condujeron a Caja Madrid a la situación crítica del año 2009.

He traído hasta aquí todo este relato porque tengo la certeza de que si Ángel Rojo hubiera sido gobernador más allá del año 2000 se hubiera intervenido en el sector de cajas de ahorros bastante antes. Nos hubiéramos evitado los tremendos costes de su deterioro, de los cuales los costes directos incurridos en su saneamiento y capitalización son tan solo una parte. Los costes totales son de difícil cuantificación; para caracterizarlos hay que reparar en las externalidades negativas que han generado la crisis de las cajas de ahorros y el comportamiento de algunos de sus gestores. Esta situación la han padecido, y la están padeciendo, el resto de los agentes económicos y sociales, y está caracterizada por el deterioro de la actividad empresarial y por altas tasas de desempleo. Tampoco son menores los costes derivados de la pérdida de confianza en el sistema y en algunas e importantes instituciones que lo gobiernan.

Desde que se desató la crisis, se recuerda constantemente lo mucho que ha protegido a nuestro sistema financiero la decisión del gobernador Rojo de haber establecido en el año 2000 un sistema de provisiones anticíclicas, que en gran manera contribuyó a paliar las dificultades de los primeros años de la crisis. Fue esta una decisión realmente innovadora dentro de los reguladores del sistema financiero y se llegó a conocer como el «sistema español de provisión dinámica». Fue también necesaria, dada la prociclicidad de la solvencia de las instituciones de crédito. Hay que recordar que el endeudamiento conjunto de las familias y empresas no financieras había pasado del 75% del PIB en 1995 al 120% del PIB en el 2000 y, posteriormente, al 210% del PIB en el 2007, al principio de la crisis.

Me hubiera gustado conocer la opinión de Ángel Rojo sobre lo que creo que es una confusión, entre causa y efecto, a la hora de analizar la crisis de la deuda pública en algunos países de la eurozona, más allá de lo que se pueda pensar sobre las restricciones constitucionales del déficit presupuestario. A la vista de las cifras anteriores, parece claro que, al menos en el caso de España, el principal motivo no es la mala gestión de las finanzas públicas, sino la insostenible tasa de crecimiento, a partir de 1995, de la deuda de las familias y de las empresas, y por consiguiente de la deuda del sistema financiero. El aumento de deuda pública surge fundamentalmente por esta causa, bien como consecuencia de los estabilizadores automáticos, dada la caída de los ingresos derivada del bajo crecimiento, especialmente los que provienen de la actividad inmobiliaria y constructora, o bien porque el Estado se tiene que hacer cargo de la deuda privada, como en el caso de la recapitalización de las cajas. Este proceso se aceleró sustancialmente en el período de 2000 a 2007, en el cual cada año España gastó entre un 4% y un 10% más de lo que producía. El déficit por cuenta corriente, así generado, se financió con préstamos de bancos de otros países a nuestro sistema financiero, que a su vez lo canalizaban a familias y empresas para gastos, sobre todo, de consumo e inversión. Esta es la dinámica subyacente a nuestro modelo de crecimiento de los últimos años, que ha condicionado la situación actual de nuestro sistema financiero. Para detener esta dinámica es para lo que se introdujeron las provisiones anticíclicas, pero la experiencia ha demostrado que no fueron suficientes.

Por eso pienso, también, que de haber sido Ángel Rojo gobernador más allá del año 2000, habría tomado medidas adicionales para que el problema no llegara tan lejos. La primera de ellas, seguramente, reforzar este tipo de provisiones, que por otra parte habían estado calculadas de acuerdo con la evidencia de incumplimientos y de las pérdidas en las carteras de préstamos registradas en la Central de Información de Riesgos de los veinte años anteriores. Probablemente se debería haber contemplado además que el valor de las garantías hipotecarias también tiene un comportamiento procíclico. El Banco de España estimó entonces que el impacto negativo de estas provisiones en los beneficios de las entidades se situaría entre el 10% y el 12%, y hoy está claro que no fue suficiente. Durante todo

este periodo el sistema financiero en su conjunto ha tenido un perfil de beneficios que ha sido engañoso. Recuerdo bien que en una situación anterior de nuestra economía, a finales de la década de los ochenta, con tasas anuales de crecimiento del crédito del orden del 20%, el Banco de España lo restringió severamente en los años 1989 y 1990. Entonces Ángel Rojo era subgobernador y actuó con determinación y diligencia.

Mi impresión es que, a partir de un cierto momento, estas provisiones fueron un incentivo perverso para seguir prestando irresponsablemente, sobre todo al sector inmobiliario. Se hacía en la confianza de que proporcionaban un colchón suficiente para evitar futuros problemas, que por otra parte solo se pudieron evitar en los primeros años de la crisis, tal y como el panorama actual pone de manifiesto. Esta situación llevó a presumir, imprudentemente en algunos foros, de la calidad de nuestro sistema financiero en su conjunto. Por las razones que sean, al menos hasta la fecha, en nuestro sistema financiero todavía no se han separado con nitidez las instituciones buenas de las malas.

En el libro del profesor Martín Aceña sobre el Servicio de Estudios se documenta la gran influencia que tuvo en el conjunto del Banco de España. Ángel Rojo lo expresa en estos términos: «La política monetaria se pensó en el Servicio de Estudios, y se llevó a cabo, al menos al principio, desde nuestros mismos despachos; puede decirse que nosotros, desde el Servicio de Estudios, contribuimos a la transformación del Banco de España en un verdadero banco central». Estoy de acuerdo, pero cabe ir más allá. Porque creo que la manera de pensar y hacer de Ángel Rojo ha impregnado lo mejor de las reformas de nuestro sistema financiero y lo más acertado de la política económica de las últimas décadas.

Este es un buen ejemplo de cómo el rigor académico e intelectual puede dar notables resultados en la práctica económica. Es importante resaltarlo en estos días en los que con una cierta frivolidad se identifica como una de las causas de la crisis financiera la excesiva confianza que se depositó en los modelos teóricos de valoración de riesgos. Se reclama, entonces, volver a la experiencia, al sentido común y a los métodos sencillos. Son estos siempre

prudentes atributos, pero se ignora, sin embargo, que la causa no son los modelos, sino su mala utilización. Creer, por ejemplo, que los niveles de confianza del 99% son utilizables en todos los casos es ignorar las hipótesis subyacentes en su formulación; es no tener el suficiente conocimiento para utilizarlos de manera adecuada. ¿Cuál es la alternativa? Pues sencillamente, tomar decisiones en las que no se entienden o no se explicitan las hipótesis o razones en las que se apoyan. Resulta frecuente que, en las decisiones financieras, la llamada experiencia o sentido común, equivalga simplemente al empleo de información muestral sesgada e incompleta en modelos muy rudimentarios cuya especificación no se hace explícita. Comportamientos de esta naturaleza suelen ser fuente de arbitrariedades raramente justificables. Es probable que en algunos casos se dé un excesivo nivel de sofisticación que llega a alcanzar rendimientos decrecientes; sin embargo, es imprescindible tener unos mínimos niveles de rigor teórico y empírico.

El recorrido vital de Ángel Rojo se ha caracterizado por una coherencia personal e intelectual notable, compatible con su cambio de opinión en muchas cuestiones académicas y profesionales, pero nunca condicionada por los beneficios personales que de ello pudieran derivarse. En un marco institucional, todo hay que decirlo, en que esta forma de proceder no ha estado siempre especialmente reconocida.

Sé bien que la trayectoria de Ángel Rojo como académico y servidor público es mucho más amplia y rica que la que se puede deducir de estos folios. Estoy seguro de que otros compañeros con más fundadas y directas razones que las mías la recorrerán mejor. Sin embargo, no quiero dejar de mencionar que desde muy temprano, y como técnico comercial del Estado, participó en el proceso de modernización de la economía española. Corría el año 1959 cuando se incorporó al Servicio de Estudios del Ministerio de Comercio y eran, también, los tiempos del Plan de Estabilización. Siempre creyó en las instituciones y fomentó su calidad e independencia. El Centro de Estudios Monetarios y Financieros (CEMFI) y la Fundación de Estudios de Economía Aplicada (FEDEA) son buenos ejemplos; el papel de Ángel Rojo en su constitución y consolidación fue determinante.



Estos últimos años, con la inestimable ayuda de Samuel Bentolila, creó e impulsó, con pleno acierto, gran parte de las actividades del área de Ciencias Sociales de la Fundación Ramón Areces. Fue, igualmente, miembro de la Real Academia Española y de la de Ciencias Morales y Políticas.

Ángel Rojo no fue mi profesor. No estuve en el entorno académico en el que desarrolló su actividad y en el que tantas personas recibieron sus enseñanzas y ayudas, muchas veces en forma de becas para estudiar en las mejores universidades del mundo y otras para incorporarse a determinados puestos de trabajo que su indudable autoridad les facilitó. Tampoco trabajé con él en ninguno de los cargos que como servidor público desempeñó. Ni siquiera tuve la suerte de que formara parte de los tribunales, cuando se hacían por sorteo, de mis oposiciones a profesor adjunto y catedrático. Esta situación tiene un inconveniente: carezco de la experiencia y el conocimiento que una mayor proximidad a Ángel Rojo me hubiera dado. Sin embargo, tiene también, si se me permite decirlo en este caso, una ventaja: la que en términos de gobierno corporativo conocemos como ausencia de conflicto de intereses. Es precisamente desde esta posición desde la que reconozco su excepcional tarea en el ámbito de nuestra política económica durante más de cuatro décadas, su influencia como docente e investigador y, por último, su constante preocupación por la calidad de las instituciones en las que estuvo y de las que ayudó a crear. Estoy seguro de que su impronta no desaparecerá, dado los muchos amigos y discípulos que ha tenido y la huella indeleble que ha dejado en los lugares por los que pasó.

Para mí es un gran honor suceder a Ángel en el Consejo de Ciencias Sociales de nuestra Fundación, donde desarrolló una espléndida labor. Todos sentimos mucho su ausencia.



## AUTORES

**RAFAEL ÁLVAREZ BLANCO.** Economista y estadístico superior del Estado. Entre 1966 y 1978 trabajó en el INE en el ámbito de las cuentas nacionales. En 1978 se incorporó al Servicio de Estudios del Banco de España donde, en 1984, fue nombrado director del entonces creado Departamento de Estadística y Central de Balances, puesto que desempeñó hasta su jubilación en 2007. Durante 1998 y 1999 presidió el Comité de Estadísticas del Banco Central Europeo (STC) y durante 2001 y 2002 el CMFB (Comité de coordinación de los Institutos Nacionales de Estadísticas y de los Departamentos Estadísticos de los Bancos Centrales de la UE). En los años 2005 y 2006 fue nombrado presidente del Groupe de Rêflexion on Euro-Area Accounts del STC. Siempre ha trabajado en el ámbito de las estadísticas económicas y financieras y ha publicado diversos trabajos sobre su especialidad.

**JAVIER ARÍZTEGUI YÁÑEZ.** Licenciado en Filosofía y Letras y en Ciencias Económicas por la Universidad Complutense. Profesor ayudante de Teoría Económica en la Complutense y titulado del Servicio de Estudios del Banco de España. Fue director del Departamento de Estudios Monetarios y Financieros del Banco de España. Director del Departamento de Operaciones; director general de Operaciones, Mercados y Sistemas de Pago; director general de Supervisión, y subgobernador del Banco desde 2009. Ha sido representante del Banco de España en los trabajos preparatorios de la Unión Monetaria Europea. representante del Banco de España en: el Comité de Operaciones, en el High Level Group on Future Banknotes Procurement, Payment Systems y TARGET2; en el High Level Group on Improving the Financial Situation of the ECB y en el Comité de Mercados de Basilea. En la actualidad representa a España en el Comité Económico

y Financiero de la Unión, en la Autoridad Bancaria Europea de Supervisión (EBA) y en el Comité sobre el Sistema Financiero y Global de Basilea. Es presidente de la Comisión Gestora del Fondo de Garantía de Depósitos, presidente de la Comisión Rectora del Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB) y consejero de la CNMV.

**SAMUEL BENTOLILA.** Licenciado en Ciencias Económicas por la Universidad Autónoma de Madrid y doctor en Economía por el Massachusetts Institute of Technology. Actualmente es profesor permanente del Centro de Estudios Monetarios y Financieros (CEMFI). Cuenta con numerosos artículos en revistas científicas internacionales y es coautor de dos libros, siendo el más reciente *Nada es Gratis. Cómo evitar la década perdida tras la década prodigiosa* (Destino, 2011) y coordinador de otros dos libros, el más reciente titulado *La Crisis de la Economía Española. Análisis Económico de la Gran Recesión* (FEDEA, 2010). Es *Fellow* de la European Economic Association y de la Asociación Española de Economía. También es investigador asociado del Centre for Economic Policy Research (CEPR, Londres) y del Center for Economic Studies-Ifo Institute (CESifo, Munich). También es Associate Editor de *SERIEs-Journal of the Spanish Economic Association* y de *Portuguese Economic Journal*. Actualmente es coeditor del blog de economía *Nada es Gratis* y publica ocasionalmente artículos en la prensa española.

**JOSÉ LUIS MALO DE MOLINA.** Doctor en Ciencias Económicas por la Universidad Complutense y profesor titular de la misma hasta 1984. Estudió con la promoción de 1969 a la que Ángel Rojo dedicó especial dedicación. En 1982 entró en el Servicio de Estudios del Banco de España del que es director general desde 1992. Desde el inicio de la UEM asiste a las reuniones del Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo acompañando al gobernador, según lo establecido en su Reglamento. Es presidente del Comité Científico de FEDEA, miembro del Patronato del

Centro de Estudios Monetarios y Financieros (CEMFI) y del Board of the International Center for Monetary and Banking Studies (ICMB). Ha publicado numerosos libros, artículos y documentos de trabajo en las áreas de mercado de trabajo, política monetaria, sistema financiero, integración europea y economía española.

**PABLO MARTÍN-ACEÑA.** Catedrático de Historia Económica de la Universidad de Alcalá (Madrid). Fleming Scholar, Fulbright Scholar, Fellow de la Rockefeller Foundation, Fellow de Clare Hall College (Cambridge). Profesor visitante de las universidades de Budapest, Harvard, Lovaina, Paris X, Instituto de Estudios Políticos de París y El Colegio de México. Sus dos últimas publicaciones son: *Historia del sistema financiero español del siglo XX* y *Pasado y presente. De la Gran Depresión del siglo XX a la Gran recesión del siglo XXI*.

**JOSÉ PÉREZ.** Actualmente es el presidente de Banco Madrid y miembro del Consejo Consultivo de Funcas. Anteriormente fue, en el Banco de España, director general del Servicio de Estudios entre 1989 y 1992 y de la Supervisión Bancaria entre 1992 y 1996; subdirector general de Operaciones; director de Análisis y Previsión Económica y subdirector de Estudios Monetarios y Financieros. Asimismo, fue vicepresidente del Comité Consultivo Bancario de la Unión Europea y, más recientemente, ha formado parte del Grupo De Larosiére para la Reforma de la Supervisión Financiera Europea.

**CARLOS SEBASTIÁN.** Estudió en las universidades de Madrid, Essex (Inglaterra) y en la London School of Economics. Profesor agregado de Teoría Económica de la Universidad Complutense en 1978 y catedrático de la misma disciplina y en la misma universidad desde 1984. Ha sido director general de Planificación del Ministerio de Economía y Hacienda. Fue el primer director ejecutivo de la Fundación de Estudios de Economía Aplicada (FEDEA). Es autor de gran número de artículos y monografías y de algunos

libros, fundamentalmente en Macroeconomía y en Economía Institucional. Ha sido durante más de diez años codirector del Informe Semestral sobre Economía Española publicado por el Instituto Complutense del Análisis Económico (ICAE) y codirector del servicio de Análisis Económico ERISTE. Es columnista habitual del diario Cinco Días. Actualmente comparte su ejercicio activo como catedrático en el Departamento de Fundamentos de Análisis Económico de la Universidad Complutense con su condición de consejero de Abengoa S.A. y de otras empresas no cotizadas.

**JULIO SEGURA.** Licenciado y doctor en Economía por la Universidad Complutense con premio extraordinario. Estadístico facultativo del Estado (1966). Director de la Oficina Técnica de la Renta del INE (1967-1970). Subdirector de Estudios y Análisis Económicos del INE (1970-1971). Catedrático de Teoría Económica de la UCM (1970– ). Director del Programa de Investigaciones Económicas de la Fundación Empresa Pública (1975-1995). Director de la revista *Investigaciones Económicas* (1976-1992). Consejero Ejecutivo del Banco de España (1994-2006). Patrono del CEMFI (1991– ). Consejero de la CNMV (2006-2007). Presidente de la CNMV (2007– ). III Premio Rey Juan Carlos de Economía (1990). Académico de la Real Academia de Ciencias Morales y Políticas (1990). Doctor “Honoris Causa” por la Universidad de Oviedo (1995) y la UIMP (2010). Autor de más de un centenar de publicaciones científicas en las áreas de economía del bienestar, economía industrial, economía laboral, regulación económica y financiera y economía de la salud.

**JAIME TERCEIRO LOMBA.** Nacido en Pontevedra en 1946. Ingeniero y doctor ingeniero aeronáutico con premio extraordinario por la Universidad Politécnica de Madrid. Licenciado en Ciencias Económicas con premio extraordinario por la Universidad Autónoma de Madrid. Desde 1980 es catedrático de Fundamentos del Análisis Económico de la Universidad Complutense, de la que ha sido vicerrector. Académico de número de la Real Academia

de Ciencias Morales y Políticas. Es presidente del Consejo de Ciencias Sociales de la Fundación Ramón Areces. Ha trabajado como Diplom Ingenieur, en problemas de simulación y control, en Messerschmitt-Bölkow-Blohm (MBB) en München. Ha sido director general del Banco Hipotecario de España y presidente ejecutivo de Caja Madrid durante nueve años. Ha sido y es consejero independiente de varias empresas cotizadas y no cotizadas.

**MANUEL VARELA PARACHE.** Catedrático Emérito de la Universidad Complutense y de la Universidad San Pablo-CEU y técnico comercial del Estado jubilado. El grueso de su actividad docente y profesional ha estado centrada en los Organismos Económicos Internacionales y en la relación de España con esos organismos. Fue secretario general técnico del Ministerio de Comercio en 1957 desde donde participó en las negociaciones que llevaron a la entrada de España en el FMI y en el Banco Mundial (1958), a la incorporación de pleno derecho a la OECE, así como en el diseño del Plan de Estabilización de 1959. Participó en el proceso que condujo a España al GATT (1963) y, más tarde, a la CEE (1986). Ha sido gobernador alterno del FMI, vocal del Comité de Transacciones Invisibles y Movimientos de Capital de la OCDE y presidente de la Unión Internacional de Aseguradores de Crédito e Inversiones Internacionales; consejero ejecutivo del Banco de España, Consejero del Banco Exterior de España y Presidente de CESCE. Es autor de libros y artículos sobre Economía Internacional y sobre la posición de España ante la cooperación y la integración económica. Doctor “Honoris Causa” por las Universidades de León y UNED y galardonado con varios premios y distinciones. Es miembro, desde su creación, del Consejo de Ciencias Sociales de la Fundación Ramón Areces.

**JUAN VELARDE FUERTES.** Catedrático, sucesivamente, de Estructura Económica en la Universidad de Barcelona y de Economía Aplicada en la Universidad Complutense y en la actualidad profesor emérito de este último centro y de la Universidad

San Pablo-CEU. Académico de número de la Real Academia de Ciencias Morales y Políticas (actualmente vicepresidente). Presidente de la Real Sociedad Geográfica. Vicepresidente de la Real Sociedad Económica Matritense de Amigos del País. Doctor “Honoris Causa” por las Universidades de Oviedo, Sevilla, Pontificia Comillas, Alicante, Valladolid, Nacional de Educación a Distancia y Francisco de Vitoria. Medalla de honor de la Universidad Internacional Menéndez Pelayo. Consejero del Tribunal de Cuentas.

CARLOS SEBASTIÁN  
MANUEL VARELA PARACHE  
JULIO SEGURA  
JOSÉ PÉREZ  
JOSÉ LUIS MALO DE MOLINA  
JUAN VELARDE FUERTES  
PABLO MARTÍN-ACEÑA  
RAFAEL ÁLVAREZ BLANCO  
SAMUEL BENTOLILA  
JAVIER ARÍZTEGUI YÁÑEZ  
JAIME TERCEIRO LOMBA

