

Los años cruciales del Banco de España (1992-2018)

Una visión desde el interior

José Luis Malo de Molina



Marcial Pons **Historia**

JOSÉ LUIS MALO DE MOLINA

**LOS AÑOS CRUCIALES
DEL BANCO DE ESPAÑA
(1992-2018)**

Una visión desde el interior

Marcial Pons Historia

2021

ÍNDICE

	<i>Pág.</i>
INTRODUCCIÓN	13
CAPÍTULO 1. LA ETAPA DE ÁNGEL ROJO.....	25
Antecedentes en el Servicio de Estudios	26
La etapa como subgobernador.....	30
De subgobernador a gobernador	36
La forja del consenso entre fuerzas políticas para el Banco de España	38
La pugna por la estabilidad y la convergencia.....	45
Las crisis del Sistema Monetario Europeo.....	47
Los retos de la participación en la integración monetaria europea.	58
Las dificultades de la política monetaria.....	63
La convergencia y el debate de la entrada en el euro.....	67
La excesiva expansión monetaria al inicio de la UEM.....	71
La quiebra e intervención de Banesto.....	75
Reconocimiento unánime	84
CAPÍTULO 2. LA ETAPA DE JAIME CARUANA.....	85
Un largo ciclo expansivo	87
Los soportes externos de la expansión	92
Los soportes internos de la expansión	94
El avance en la convergencia real.....	99
La desaceleración cíclica de 2002	102
La acumulación de desequilibrios.....	103
Los titubeos en el diagnóstico de los excesos inmobiliarios	107
La influencia en el BCE.....	116
La rebaja de las provisiones anticíclicas.....	120
La alternancia en el Gobierno.....	121

	<u>Pág.</u>
Punto de inflexión en la influencia del Banco de España	124
CAPÍTULO 3. LA ETAPA DE MIGUEL FERNÁNDEZ ORDÓÑEZ	131
La ruptura en el consenso en el nombramiento del gobernador ...	131
El adverso escenario de la crisis	134
Los desenfoces en el diagnóstico. Una visión benévola de la economía española.....	138
<i>La inercia frente a los problemas de competitividad</i>	<i>139</i>
<i>El espejismo de la inmigración.....</i>	<i>142</i>
<i>La despreocupación por los desequilibrios de Balanza de Pagos .</i>	<i>144</i>
<i>La desdramatización del endeudamiento</i>	<i>148</i>
<i>El retraso en el reconocimiento de la burbuja inmobiliaria</i>	<i>151</i>
<i>La confianza en la estabilidad financiera y en las cajas de ahorro...</i>	<i>151</i>
El desconcierto en la respuesta de la política económica.....	156
<i>La reacción frente a la crisis financiera en Estados Unidos.....</i>	<i>157</i>
<i>El contagio a Europa impacta en el sector inmobiliario español.</i>	<i>159</i>
<i>La quiebra de Lehmann Brothers y el estallido de la Gran Recesión</i>	<i>165</i>
<i>La opción por una política fiscal muy expansiva</i>	<i>168</i>
<i>Las disfuncionalidades del mercado de trabajo amplifican la crisis</i>	<i>172</i>
<i>Fusiones de cajas de ahorro y «manguerazos»</i>	<i>177</i>
<i>La intervención de Caja Castilla La Mancha</i>	<i>180</i>
<i>La creación del FROB.....</i>	<i>182</i>
<i>La presidencia española de la UE en el primer semestre de 2010 .</i>	<i>185</i>
La gran rectificación de la política económica española	187
<i>La crisis de deuda en Grecia actuó como desencadenante.....</i>	<i>188</i>
<i>La reacción europea.....</i>	<i>190</i>
<i>La gran rectificación española</i>	<i>194</i>
La gestión de la crisis.....	202
<i>Una nueva regulación para las cajas de ahorro</i>	<i>206</i>
<i>El temor a la reestructuración de las deudas de los países en dificultades.....</i>	<i>208</i>
<i>La propagación del contagio de la crisis de la deuda soberana llega a España.....</i>	<i>210</i>
<i>La realimentación entre el riesgo bancario y el riesgo soberano .</i>	<i>212</i>
<i>El agravamiento de la crisis griega y la recaída en recesión</i>	<i>216</i>
<i>La carta de Trichet</i>	<i>219</i>

	<u>Pág.</u>
La recaída en la recesión	222
<i>Algunas tensiones con Europa</i>	225
<i>Los decretos de reforma financiera de 2012</i>	228
<i>La crisis de Bankia</i>	231
<i>El rescate financiero europeo de las cajas de ahorro</i>	238
 CAPÍTULO 4. LA ETAPA DE LUIS LINDE	 241
Cambios en la dirección del Banco de España.....	244
La parada repentina de la financiación exterior de la economía española.....	245
La negociación del rescate europeo del sistema bancario .	247
La crisis de supervivencia del euro	250
La compra de deuda pública por el BCE con fines estabilizadores.	253
El enderezamiento del rumbo en Europa.....	254
La hoja de ruta para completar la Unión Económica y Monetaria .	259
El reforzamiento de las medidas de austeridad	261
La controversia sobre la restricción crediticia	264
El primer intento de una reforma laboral profunda	268
El ajuste de la competitividad a través de la devaluación interna...	272
El Banco de España investigado	273
El debate sobre el soberanismo catalán	284
El relevo en la dirección del Servicio de Estudios.....	291
El relevo de Luis Linde	295
 EPÍLOGO.....	 299
 REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS	 309
 ÍNDICE ONOMÁSTICO.....	 313

INTRODUCCIÓN

El Banco de España ha registrado en sus más de doscientos treinta años de historia notables vaivenes en el desempeño de sus funciones como banco central, en estrecha conexión con la accidentada trayectoria de la economía española. También su prestigio institucional ha sufrido notables altibajos. En el periodo de los veinticinco años que trascurrieron entre 1992 y 2018, la oscilación fue particularmente intensa. A finales del siglo xx, vivió un momento álgido, en un mundo en el que el papel de los bancos centrales alcanzó un notable protagonismo en la articulación de las políticas económicas. Sin embargo, la Gran Crisis de finales de la primera década del siglo xxi, que —por su carácter financiero— afectó a todos los supervisores bancarios, supuso una de las mayores crisis de confianza en la historia del Banco de España.

He vivido esa etapa crucial de la historia del Banco de España como director general de su Servicios de Estudios y miembro de su Comisión Ejecutiva —con voz, pero sin voto— desde 1992 hasta 2015. El propósito de este libro es transmitir la visión del auge y de la caída del prestigio del Banco de España durante ese periodo desde la perspectiva de mi propia experiencia en el Servicio de Estudios donde he desarrollado la mayor parte de mi carrera profesional. El relato de estos años cruciales está basado, en algunos casos, en notas personales escritas en tiempo real al hilo de los acontecimientos, si bien para la elaboración de este texto se han filtrado y pulido en su redacción al servicio de la estructura narrativa.

Y en ocasiones, he recurrido a citas de los medios de comunicación para referir la proyección exterior de los acontecimientos narrados. No es posible entender la trayectoria del Banco de España sin referirla a la profunda transformación de la propia economía española a la que el Banco también contribuyó, por lo que el relato descansa también en un análisis de los desafíos y problemas de cada coyuntura, según mi punto de vista, muy influido por los análisis contemporáneos del Servicio de Estudios¹.

En España hay poca tradición de que los servidores públicos que no han desempeñado responsabilidades políticas trasmitan por escrito sus experiencias y reflexiones. En otros países esta buena práctica forma parte del acervo cultural de las Administraciones Públicas. La intención de este escrito es contribuir a la conservación de lo vivido y aprendido durante un periodo trascendental de la economía española y del Banco de España. Una tarea inevitablemente teñida de subjetivismo, en la selección de lo que se cuenta y en el enfoque con que se hace. Es una visión de parte —desde dentro del Banco de España—, pero exclusivamente personal que no puede atribuirse en modo alguno a la institución.

Los juicios sobre acontecimientos forman parte importante de una narración sesgada por el ojo y el criterio del narrador, que al ser participante de los hechos tiene una visión parcial y posiblemente interesada, por lo que es obligada la renuncia expresa a una preten-

¹ En el capítulo de agradecimiento a las personas que han hecho posible la elaboración de este libro deben figurar en primerísimo lugar los profesionales que han formado el Servicio de Estudios del Banco de España durante estos veinticinco años, y muy especialmente los que han ocupado puestos de responsabilidad en la dirección de los diferentes departamentos, divisiones y unidades organizativas. Su enumeración exhaustiva no tendría cabida en este formato y cualquier selección incurriría en graves riesgos de injusticia. El reconocimiento debe ser extensivo a los numerosos consejeros y directivos del Banco con quienes he compartido numerosas experiencias y cuyos puntos de vista han influido en mi visión de los acontecimientos. No obstante, todo lo que aquí se dice refleja exclusivamente el punto de vista del autor y no es atribuible en modo alguno a ninguna otra persona ni, por supuesto, a la institución en su conjunto ni a parte alguna de ella. Quiero hacer un reconocimiento explícito a algunos amigos que han tenido la amabilidad de leer el manuscrito y hacerme comentarios muy útiles. Mi agradecimiento a José Ramón del Caño, Ángel Martín Acebes, Pablo Martín Aceña, Eloísa Ortega y Rafael Myro. También debo hacer una mención explícita al valioso asesoramiento de Belén Molina en cuestiones editoriales, con quien estoy en deuda, además, por su estrecha colaboración durante mis últimos años de servicio al Banco.

sión de veracidad objetiva. Una memoria de quien ha participado de cerca en los acontecimientos no debe nunca hacerse pasar por un juicio objetivo e imparcial. Es necesario dejarlo claro desde el principio. Es más, al enfocar el relato desde una perspectiva personal, a modo de memorias, resulta inevitable que los claroscuros de toda trayectoria profesional queden sesgados más hacia la vertiente positiva en el caso de quien lo escribe. Es algo de lo que el autor se debe disculpar con anticipación. Muchas de las personas que protagonizaron lo acontecido me han animado a dejar por escrito algunos de los acontecimientos que aquí se narran, pero estoy seguro de que no compartirán muchas de mis opiniones y valoraciones. Vaya, pues, por delante el reconocimiento del riesgo de transmitir apreciaciones que pueden no ser justas con algunos de los protagonistas —como ocurre con todas las visiones subjetivas— pero la renuncia a compartir la memoria no es una opción necesariamente mejor.

Cuando el paso del tiempo permite mirar hacia atrás con la perspectiva suficiente, las cosas se ven de manera distinta, pero la inversión de la mirada es imprescindible para interpretar el pasado y sacar las lecciones pertinentes para el futuro. Como dice Paul Auster en *La noche del oráculo*: «puede que el escribir se reduzca a eso. No a consignar los hechos del pasado, sino a hacer que ocurran cosas en el futuro». No obstante, el enfoque retrospectivo puede no ser justo cuando se analiza la conducta de los protagonistas del pasado, particularmente de los que tuvieron que tomar decisiones con un conjunto de información limitada y en víspera de sucesos anormales e impredecibles.

También debo advertir que mi experiencia de la trayectoria de ascenso y declive del prestigio del Banco de España en los años cruciales que aquí se analiza estuvo circunscrita a mi posición concreta en el interior de la institución, con los inevitables sesgos de percepción que ello conlleva. Como es bien sabido, la erosión sufrida por el Banco de España estuvo focalizada en el desempeño de sus funciones reguladoras y supervisoras, de las que desde el Servicio de Estudios tuve un conocimiento acotado, ya que mis responsabilidades estuvieron centradas en las tareas más específicas de banco central: el análisis macroeconómico y la política monetaria en el seno del Eurosistema, que sufrieron un desgaste menor. Mi participación en los órganos de gobierno del Banco durante el periodo analizado me obliga, en todo caso, a una inequívoca actitud

solidaria con el conjunto de las actuaciones, tanto de las acertadas como de aquellas en las que se erró, aunque no fueran en mi parcela de responsabilidad de gestión.

Por todo lo dicho, no está de más recordar los riesgos —de los que el autor es consciente— en los que se incurre al entrar en el peligroso terreno de las memorias. Dice Javier Marías que hay géneros que propician «dedicarse a lanzar venablos, vengan o no a cuento [...] como las memorias, las autobiografías, las semblanzas de contemporáneos y los diarios. Los que más, estos últimos, y por eso nunca los he escrito y rarísima vez los leo»². Las valoraciones de los acontecimientos y de sus actores tienen inevitablemente un componente subjetivo que el lector debe descontar y las personas aludidas disculpar.

* * *

La economía española experimentó tras la transición a la democracia una profunda transformación. Su régimen económico se adaptó, en líneas generales, a los estándares de estabilidad de los países europeos más avanzados y logró formar parte en la Unión Económica y Monetaria (UEM) desde su fundación. El establecimiento de un marco de políticas económicas anclado en los objetivos de estabilidad y la participación en la moneda única ejercieron un potente impulso modernizador que estableció las bases de la fase de expansión más importante de la historia reciente y la aproximación a los niveles de renta y bienestar europeos.

Sin embargo, el periodo de bonanza no estuvo libre de debilidades y fallos. Se incurrió en un exceso de confianza que llevó a una relajación frente a los desequilibrios, que se fueron acumulando como consecuencia de una presión excesiva de la demanda sobre una estructura de baja productividad, y que colocaron a España en una posición vulnerable cuando se produjo la Gran Crisis financiera internacional de finales de la primera década del siglo XXI. La economía española sufrió con especial virulencia esa crisis. Le

² J. MARÍAS (2018), «El monopolio del insulto», *El País*, Madrid, 4 de febrero de 2018.

costó casi diez años recuperar el nivel del PIB del año 2008 y esa década de tribulaciones tuvo graves efectos sobre la confianza de los españoles y de los analistas en la capacidad de la economía española para prolongar la senda de modernización que tan costosamente le habían permitido aproximarse a los niveles de renta y bienestar de los países europeos más avanzados.

La contracción económica y el retroceso en los niveles relativos de renta per cápita vinieron acompañados de un drástico aumento del desempleo y de un incremento en la desigualdad, que generaron grandes frustraciones entre amplios sectores y un elevado malestar social. Las hondas repercusiones económicas y sociales de la crisis, las políticas de ajuste con recortes en partidas de gasto público con fuerte incidencia en el estado del bienestar y el rescate de instituciones financieras con problemas de sostenibilidad tuvieron un fuerte impacto en la opinión pública y alteraron el escenario político de la Transición, que había dado soporte a la modernización económica durante la etapa democrática y a la integración en Europa y en su moneda única. Y también erosionaron la calidad del tejido institucional.

El deterioro institucional afectó especialmente al Banco de España que había alcanzado antes de la crisis una elevada reputación por el papel que había desempeñado en la tarea exitosa de asentar en España un marco de estabilidad macroeconómica, que fue la base del gran impulso de su modernización durante los primeros veinte años de la democracia. La naturaleza financiera de la Gran Crisis involucró inevitablemente al Banco de España y las controversias por sus actuaciones supervisoras marcaron el punto de inflexión en la trayectoria de ascenso de su prestigio y precipitó una acusada pérdida del mismo. La pérdida de ascendiente del Banco de España fue uno de los legados más nocivos de la Gran Crisis, hasta el punto de que, en balance de daños, el Banco de España apareció en el centro de las críticas y se convirtió, para muchos, en el blanco preferido sobre el que descargar las principales responsabilidades del fracaso colectivo.

El supervisor bancario siempre se enfrenta a dilemas complicados entre el rigor en el tratamiento de los problemas para ejercer efectos disciplinadores y la comprensión y flexibilidad que pueden ser aconsejables para facilitar las soluciones menos costosas. En crisis financieras excepcionales es inevitable que las decisiones

resulten controvertidas y que se puedan cometer errores. Si el objetivo es la búsqueda de blancos sobre los que descargar las críticas, las actuaciones supervisoras pueden servir para desviar la atención de la responsabilidad de los gestores de las entidades bancarias o de la política económica. Y eso fue lo que, en cierta medida, pasó en España, aunque la crítica al banco central no fue un fenómeno circunscrito a nuestro país.

Las frustraciones y el descontento social diseminados por los duros efectos de la crisis alentaron las reacciones populistas y la búsqueda de chivos expiatorios en muchos países, que encontraron en los bancos centrales un blanco propicio. Un fenómeno que se fue extendiendo y aumentando de intensidad con el paso del tiempo. Sirvan de ejemplo las siguientes palabras de un editorial de *Financial Times*: «Los bancos centrales están bajo el fuego. Donald Trump ha catalogado a la Reserva Federal presidida por Jay Powell como un “enemigo” por mantener una política monetaria en Estados Unidos demasiado estricta para los gustos del presidente. Algunos parlamentarios británicos han atacado al gobernador del Banco de Inglaterra Mark Carney por lo que perciben como una oposición al *brexít*, mientras que Urjit Patel, gobernador del Banco Central de India, dimitió el año pasado tras su enfrentamiento con el Gobierno de Narendra Modi. Matteo Salvini, jefe de La Liga, partido de la ultraderecha italiana, ha pedido que el Banco de Italia sea desguazado completamente. La política es dura para los tecnócratas cuando sus países están divididos y cada parte trata de alinearlos en su bando. Estos altos funcionarios son los chivos expiatorios más propicios para los movimientos populistas. [...] Los bancos centrales deben mantener la calma, ceñirse a su mandato y decir la verdad»³.

En España, en todo caso, la crítica al supervisor tras la crisis tuvo una cobertura muy amplia en los medios de comunicación y fue profusamente utilizada en el debate político y la confrontación partidista. Llegó al extremo de que propio ministro de Economía acusara al Banco de España en el Congreso de los Diputados de hacer dejación de sus competencias supervisoras siguiendo instruc-

³ *Financial Times*, Londres, 30 de agosto de 2019.

ciones políticas del Gobierno anterior. Luis de Guindos afirmó, dirigiéndose al portavoz del Partido Socialista, en sesión plenaria del Congreso de los Diputados de 10 de diciembre de 2014, lo siguiente: «Usted sabe que la salida a Bolsa de Bankia fue una decisión política. Se definió por el Gobierno como una cuestión de Estado, en la que su Gobierno forzó voluntades e hizo que los supervisores miraran hacia otro lado. Por mucho que la dirección de Bankia se hubiera empeñado en salir a Bolsa, esta operación nunca se hubiera producido —reitero, nunca se hubiera producido— sin el visto bueno del Banco de España y de la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Así pues, señoría, si usted quiere transparencia e investigación empiece por preguntar al Gobierno anterior y a los entonces responsables del Banco de España y de la Comisión Nacional del Mercado de Valores; todos ellos nombrados por el Gobierno socialista»⁴. Juan Ramón Quintás, expresidente de la Confederación Española de Cajas de Ahorro, se refirió, en sede parlamentaria a esta contundente declaración en los siguientes términos: «Si así ocurrió, cosa que yo no sé —habrá que preguntarle al señor ministro—, estaríamos ante una de las más graves responsabilidades de toda crisis. Implicaría, entre otras cosas, prevaricación»⁵. El relato de la crisis siguiendo la línea argumental de los fallos de los supervisores tuvo amplia acogida en los debates, e incluso en las conclusiones, de la Comisión de Investigación sobre la crisis bancaria que se formó en el Congreso de los Diputados en 2017 y presentó su dictamen en 2019.

El caso español fue un extremo poco frecuente, pero fueron muchos los países en los que la polarización de la crítica hacia los bancos centrales se utilizó para desviar la atención de las responsabilidades políticas. Especialmente con ocasión de los rescates bancarios, las autoridades supervisoras se enfrentaron en muchos países al reproche de atender más a los intereses del sistema financiero que a las preocupaciones y dificultades de la población. Ben

⁴ Congreso de los Diputados, «Pleno de 10 de diciembre», *Diarios de Sesiones*, Madrid, 10 de diciembre de 2014, p. 23.

⁵ Congreso de los Diputados, «Comparecencias de los Sres. Sánchez Ruiz y Quintás Seoane», *Diarios de sesiones*, Comisiones de Investigación, núm. 14, Madrid, 3 de octubre de 2017, p. 51.

Bernanke, presidente de la Reserva Federal de los Estados Unidos, explica en sus memorias el surgimiento de este problema en su país tras el rescate de Bear Stearns, el 14 de marzo de 2008, que resultó enormemente controvertido por ser la primera vez, desde los años treinta, que la Reserva Federal recurría a su capacidad para otorgar préstamos de emergencia. Bernanke afirma: «Había una cosa clara. De ahora en adelante nos enfrentamos a dos desafíos al tratar con la crisis. El primero será hacer lo correcto. El segundo explicar al público y a los políticos porque era correcto lo que habíamos hecho»⁶. En su opinión, los políticos se instalaron en el fácil recurso de acusar a la Reserva Federal de rescatar a *Wall Street* y abandonar a la gente de *Main Street*. El reto era explicar que para defender a *Main Street* era ineludible salvaguardar la estabilidad de *Wall Street*. Sin embargo, la crítica de Bernanke a los políticos de su país se refiere a la conducta de los congresistas y senadores, y no al Gobierno ni al secretario del Tesoro, Hank Paulson, que siempre respaldó públicamente las complejas y controvertidas actuaciones de la Reserva Federal durante la crisis financiera norteamericana. Por su parte, Mark Carney, gobernador del Banco de Inglaterra dijo el 15 de noviembre de 2016 ante el Parlamento del Reino Unido que los ataques verbales que se estaban haciendo en algunos países a sus respectivos bancos centrales se podía calificar como un «*massive blame-deflection exercise*» —un ejercicio de acusación masiva con el fin de desviar la atención—.

La oscilación en el prestigio del Banco de España fue particularmente aguda. Las críticas al deterioro institucional que acarrió la crisis en España se cebaron especialmente en el papel desempeñado por el Banco y la erosión de su ascendencia institucional se hizo más patente por el encumbramiento desde el que partía, por su protagonismo en la modernización de la economía española y en los logros alcanzados en materia de estabilidad macroeconómica en las décadas previas. El relato de esta brusca oscilación requiere poner en perspectiva lo ocurrido en las extremas circunstancias de la crisis remontándose a los antecedentes que labraron la elevada reputación que llegó a alcanzar antes de la caída. Un relato que puede hacerse

⁶ B. BERNANKE (2016), p. 236.

con más serenidad cuando la etapa de pérdida de prestigio de la institución ya se ha superado y en los últimos años se percibe con nitidez una clara tendencia a la recuperación del papel del Banco de España en el fortalecimiento institucional de la economía española y su presencia en Europa y los organismos internacionales.

Todo ello con anterioridad al surgimiento de la grave crisis sanitaria mundial de la COVID-19 que ha sido detonante de una nueva Gran Recesión en 2020, de proporciones superiores a las generadas por la crisis financiera de la primera década del siglo. La segunda Gran Recesión del siglo XXI es, en todo caso, muy diferente porque no tiene su origen en desequilibrios económicos o financieros. Ni siquiera en perturbaciones geopolíticas o militares. Aunque sea diferente, no es nueva. La historia económica acredita que las grandes crisis sanitarias, junto con las guerras, han sido la fuente de las mayores catástrofes económicas de la humanidad. Sobre todo, antes de la revolución científica de la microbiología. Pero la COVID-19 ha venido a demostrar que las mutaciones de los virus y los cambios de la naturaleza pueden ir por delante de la velocidad del progreso científico-técnico.

España se encuentra en una posición delicada frente a esta nueva Gran Recesión porque se encuentra entre los países en los que la pandemia ha alcanzado una intensidad relativa más elevada y, en cambio, no está entre los países mejor preparados para absorber su impacto. Sobre todo, porque se ha llegado a ella con un elevado nivel de endeudamiento y el mercado de trabajo sigue arrastrando importantes deficiencias que lo convierten en un factor de amplificación de los efectos contractivos de cualquier clase de perturbación.

El alto nivel de endeudamiento nos hace especialmente dependientes de las fórmulas arbitradas a nivel europeo y mundial para garantía de la solvencia de los importantes incrementos de deuda en los que habrá que incurrir para atender las necesidades sanitarias y proteger a los sectores más vulnerables; y para que el aparato productivo pueda sobrevivir al forzoso parón de la actividad. Si todo dependiera de la capacidad soberana para captar en los mercados los importantes fondos necesarios nos enfrentaríamos a una crisis de deuda más grave que la de 2012.

Y en el mercado de trabajo hemos vuelto a topar con la misma piedra con la que tropezamos en todas las recesiones del periodo

democrático: la dualidad de un mercado de trabajo, en el que conviven un núcleo de contratos fijos con alto nivel de protección y una amplia franja de trabajo temporal y precario, que hace que todas las perturbaciones se trasladen rápidamente a la destrucción de empleo, amplificando la magnitud de la contracción.

En todo caso, el efecto de esta nueva gran perturbación sobre la trayectoria del Banco de España queda fuera de la narración que aquí se hace. La naturaleza originariamente exógena a la economía y a las finanzas exponen menos, en principio, al Banco de España, pero la situación puede cambiar. Los aumentos de déficit y de deuda pública derivados del esfuerzo de reconstrucción comportan riesgos para la estabilidad financiera, frente a los cuales los mecanismos europeos del programa *Next Generation EU* pueden resultar insuficientes si las políticas domésticas no logran hacer compatible la expansión a corto plazo con la vuelta a la estabilidad en el medio plazo. Cuando se escribió el grueso de estas páginas nada hacía presagiar el surgimiento de nuevas y graves alteraciones que volviesen a poner en tela de juicio la estabilidad financiera de la economía española y complicasen la tarea del Banco del Banco de España en su preservación. Hará falta que trascurren varios años para saber si este nuevo grave tropiezo llega a alterar el balance del periodo contemplado en este trabajo y la perspectiva trazada de una sólida recuperación del papel del Banco de España.

* * *

Es difícil analizar el pronunciado vaivén sufrido por el prestigio del Banco de España entre 1992 y 2018 sin atenerse a un orden cronológico; y por ello se ha optado por estructurar la exposición en torno a los mandatos de los diferentes gobernadores durante los veinticinco años que median entre 1992, fecha del nombramiento de Ángel Rojo —bajo cuyo mandato el Banco alcanzó el punto álgido de su reputación—, y 2018, cuando en el periodo de Luis Linde, ya había tocado fondo la erosión sufrida y se había iniciado una cierta recuperación. Con el mandato de Pablo de Hernández de Cos —nombrado en junio de 2018— se consolidó una afortunada trayectoria de rehabilitación de la reputación institucional, que pone una nota de esperanza en el recorrido que aquí se narra,

pero el análisis de esta nueva etapa queda ya fuera del alcance de este trabajo, circunscrito a los años en los que el autor tuvo algún protagonismo.

En la narración de los acontecimientos se ha recurrido con frecuencia a la síntesis de la evolución de la economía española durante el periodo constitucional que se publicó en el libro editado por el ministerio de Economía y Empresa titulado: «Una visión macroeconómica de los cuarenta años de la Constitución Española»⁷, así como a otras publicaciones similares.

⁷ J. L. MALO DE MOLINA (2019).