

COMENTARIOS A «EL BANCO DE ESPAÑA. UNA VISIÓN HISTÓRICA»

José Ramón ÁLVAREZ RENDUELES

CUANDO terminé mi función en el Banco de España, en el verano de 1984 (1), tomé la decisión de no hablar ni escribir sobre nuestro banco emisor durante una larga temporada. Doce años después, recibo una petición a la que no puedo negarme, pues procede de mi maestro universitario, el profesor Enrique Fuentes Quintana, quien, además, fue durante un cuarto de siglo miembro destacado y eficaz del Consejo Ejecutivo del Banco emisor. Por otro lado, el objeto del encargo es comentar un trabajo histórico, que sirvió de conferencia en un ciclo de la Real Academia de Ciencias Morales y Políticas durante el curso 1995-96, realizado por el profesor Pablo Martín Aceña, uno de los grandes historiadores de la economía española actuales, y que ha dedicado una parte de sus trabajos a la evolución del Banco de España y de la política monetaria. Modifico, pues, excepcionalmente, mi conducta para emprender la tarea que se me encomienda, ante el doble motivo, subjetivo y objetivo, que acabo de explicar.

Dividiré este trabajo en dos partes. La primera tratará de comentar directamente algunos puntos de la conferencia del profesor Martín Aceña; en la segunda, más alejada del contenido de dicho texto, pero siempre en relación con él, ofreceré algunos comentarios más generales sobre la evolución de los bancos centrales, sus objetivos y sus políticas e instrumentos, con algunas alusiones al Banco de España.

I

Las primeras páginas del trabajo del profesor Martín Aceña recogen sucintamente su biografía profesional, siguiendo el uso adoptado por los conferenciantes de los ciclos de la *Tribuna*

Joven celebrados en la Real Academia de Ciencias Morales y Políticas.

Lo primero que destaca en la trayectoria profesional del conferenciante es la abundancia de investigaciones sobre la Historia Económica de España, las cuales han sido realizadas durante cerca de dos décadas de trabajo intenso y sobre dos temas principales: la política monetaria española y el Banco de España, por un lado, y la empresa pública y el INI, por otro, materia esta última en la que se ha centrado en los últimos años, desde la dirección del Programa de Historia Económica de la Fundación Empresa Pública. He leído una buena parte de sus trabajos en el campo de la política monetaria y recuerdo, en especial, su tesis doctoral, que publicó el Instituto de Estudios Fiscales en 1984, titulada *La política monetaria en España 1919-1935*, una aportación de gran interés para el mejor conocimiento del período comprendido entre las dos guerras mundiales, en la que se estudia el comportamiento de la cantidad de dinero en esta etapa y se llega a la conclusión de que la política monetaria no fue, salvo en muy contadas ocasiones, el resultado de la actuación deliberada de las autoridades monetarias; y que el objetivo dominante de los abundantes responsables que tuvo el Ministerio de Hacienda en esa época fue la estabilidad del tipo de cambio de la peseta. En relación con los comentarios que motivan estas líneas, quizá la conclusión más oportuna a destacar sea la que se hace al decir literalmente: «En cuanto al papel del Banco de España, cabe confirmar lo ya adelantado por otros autores; esto es, nuestro instituto emisor ni desempeñó ni quiso desempeñar un papel como verdadero banco central» (2).

Como él mismo señala, Martín Aceña ha tenido buenos maestros, algo sumamente importante en la forma-

ción de un profesor —como sabemos por experiencia los docentes—, y forma parte de un grupo de excelentes historiadores de la Economía que han surgido en las últimas décadas, principalmente bajo la dirección y estímulo de los profesores Gonzalo Anes y Gabriel Tortella, y que han dedicado una buena parte de sus esfuerzos a la historia del banco emisor, alentados por el programa de ayudas a estudios de Historia Económica del Banco de España, institución ésta privilegiada desde el punto de vista historiográfico, según nos dice Martín Aceña en la introducción de su conferencia. A pesar de lo mucho que se ha escrito, no contamos con una historia completa del Banco de España, desde la fundación del Banco de San Carlos hasta nuestros días, que revele, además, aquellos documentos de interés que constan en su archivo, y que bien podría abordarse, con toda la ambición necesaria, para conmemorar alguna fecha histórica futura, como, por ejemplo, los primeros 150 años del Banco de España propiamente dicho, tal como se le denomina a partir de 1856. El equipo de historiadores que viene trabajando desde hace ya bastante tiempo en la evolución de la institución debería ser el llamado a realizar esta interesantísima labor, y contribuir así a un mejor conocimiento de la evolución del Banco, en especial en el último medio siglo, en el que quizá abunden menos las investigaciones históricas.

El segundo apartado del trabajo del profesor Martín Aceña se titula «Las funciones de un banco central» y, a partir de la enumeración de las funciones que para el Comité McMillan realizó en 1929 el Subgobernador del Banco de Inglaterra, Sir Ernest H. Harvey (mantener la estabilidad de la moneda nacional, emitir dinero legal, ser banquero del Estado y actuar de prestamista en última instancia), se señala que «el aprendizaje de estas funciones por parte de un banco central es un proceso lento y difícil», según muestran los estudios históricos. Pocos ejemplos más claros de esta lentitud y dificultad en el aprendizaje que el que nos ofrece la evolución del Banco de España. Y se añaden luego cinco condiciones necesarias para que una institución financiera de esta naturaleza tenga éxito (3). De estas condiciones,

quisiera destacar dos, que, además, parecen estar muy entrelazadas: «el tipo de relación con la Hacienda pública» y «la existencia de textos legales adecuados». Los otros tres requisitos señalados por Martín Aceña me parecen de una validez menos específica y más universales, y pueden, por ello, aplicarse a otras instituciones de un Estado moderno; y digo que están entrelazadas porque, mientras los responsables de la Hacienda han podido tener al banco central subordinado a sus necesidades —básicamente la fácil financiación de los déficit presupuestarios—, no ha existido interés alguno en que el Parlamento aprobara una ley que definiera las funciones del banco emisor ni, mucho menos, en dotarle de la autonomía suficiente para realizar su labor principal: la defensa del valor del dinero.

Repasemos brevemente la historia de nuestro banco emisor, siguiendo el trabajo que se comenta, y comprobaremos el acierto de lo que en 1785 escribió el Conde de Mirabeau: «Es, pues, evidente que el Banco de San Carlos se ha colocado en una dependencia muy estrecha del Gobierno español, y esta dependencia puede entrañar consecuencias muy funestas» (4).

El primer antecedente del Banco de España, el Banco de San Carlos, al igual que ocurrió con otros bancos emisores creados con anterioridad, nació en 1782 para proporcionar financiación a la Hacienda, como recogían con claridad sus «objetivos» (5). Como es sabido, el proyecto de crear un banco nacional tuvo su motivo próximo en el desprestigio en el que cayeron los «vales reales», fuente de financiación de la Hacienda, los cuales «llegaron a sufrir un quebranto de 22 y más por 100 en su cambio por la moneda efectiva» (6), por lo que la institución se creó con el objeto principal de reducir los vales reales a dinero (7). Además, el Banco de San Carlos participó como accionista o como prestamista en empresas comerciales, industriales y agrícolas, y se embarcó en la construcción de un canal de navegación desde Guadarrama al Océano, además de realizar otras varias actividades y abordar otros proyectos de gran riesgo. De ahí que Santillán afir-

mara críticamente, en su memoria ya citada, que «... de Banco, el de San Carlos casi puede decirse que no tenía más que el nombre» (8).

Las causas del fracaso de este primer intento de banco emisor están relatadas minuciosamente por Hamilton y Tedde de Lorca, como se recoge en la conferencia de Pablo Martín Aceña. Como dice Hamilton, en resumen, «El Banco de San Carlos no era un banco central en el sentido moderno, e incluso existían razones para acusarle de no ser ni siquiera un banco» (9). Y, en lo que se refiere a su relación con la Hacienda, Hamilton escribe: «Debido a la guerra con Inglaterra, a la invasión de los franceses en España, al reinado de José Bonaparte y a las guerras de Hispanoamérica para conseguir la independencia, el Banco se vió obligado a aumentar sus anticipos *pari passu* al Tesoro con el producto del cobro de sus pocos préstamos a particulares. Últimamente, el activo del Banco constaba casi por completo de créditos contra la Corona». Cuando el Banco quebró, sólo pudieron salvarse 40 millones del total de 240 millones de reales de nominal que tenía en 1802 (10). Que un historiador de la talla de Hamilton escribiera que el primer intento de banco central en nuestro país había quebrado constituye un juicio con escasos precedentes. Las Cortes quisieron cerrar el Banco de San Carlos, pero la situación política aconsejó esperar y buscar una solución mejor. Se liquidó literalmente el banco en 1829, y los 40 millones de reales que pagó el Estado por los créditos pendientes fueron la primera aportación al capital, fijado en 60 millones, del Banco de San Fernando, creado por Real Cédula de Fernando VII, de 9 de julio de 1829. Nuevamente la idea fundamental de la creación de esta segunda edición de banco central fue la de ayudar a la Hacienda pública.

Como señaló Ramón Santillán, en su *Memoria*, el Banco Español de San Fernando trató de fundamentarse en bases muy distintas de las que sirvieron de apoyo a su predecesor; y dice asimismo: «... se mostraba que no se había aún llegado a conocer perfectamente entre nosotros la verdadera naturaleza de los Bancos de circulación, a cuya clase pertenecía el que se

creaba». Y, líneas después, se afirma: «... al mismo tiempo se le autoriza para “hacer con el Real Tesoro, Real Giro y Real Caja de amortización las negociaciones en que convengan sus agentes y la Administración del Banco”, dejándose con esta facultad, no bien determinada, abierto un campo harto desembarazado para adquirir compromisos que pudieran algún día hacer peligrar la existencia del Banco» (11). Al Banco de San Fernando se le concedió la exclusividad de la emisión de billetes, «sin otro límite que el que señalaba el importe máximo y mínimo de cada billete» (12), pero fueron las operaciones con el gobierno y sus dependencias, como también señala Santillán, las que ocuparon principalmente su actividad, siguiendo así lo que era normal en la época, ya que «los bancos principales de Europa han sido creados con un objeto más gubernamental que mercantil, y con ese carácter originario han tomado proporciones verdaderamente gigantescas, que es demasiado probable no hubieran alcanzado con sólo el que la ciencia especulativa les asigna» (13).

Quince años después de la aparición del Banco de San Fernando, por Ley de 25 de enero de 1844, se creó el Banco de Isabel II, para fomentar el comercio, labor a la que se dijo no atendía el de San Fernando. El Banco de Isabel II pronto tuvo problemas ante el carácter especulativo de sus operaciones y la constante oposición del otro banco a que emitiera billetes; por otro lado, la crisis de 1847 «perjudicó mucho al Banco de Isabel II y fue una de las causas de su desaparición» (14). Ante la petición de ayuda al Ministerio de Hacienda, del que era titular Ramón de Santillán, se pensó en fusionar los dos bancos, proceso que se llevó a cabo con inusitada rapidez, dado que también el Banco de San Fernando atravesaba un período de graves dificultades. Dicha fusión se plasmó en el Real Decreto de 25 de febrero de 1847, con el que nació el Nuevo Banco Español de San Fernando. Dos años después, Alejandro Mon trató de conseguir el privilegio de emisión de billetes para el banco y le declaró «único de emisión», y nombró a Santillán primer gobernador de la institución. Entre 1851 y 1856 se forjó un cambio fundamental que afectaría al

Nuevo Banco de San Fernando, al decretarse la pluralidad de bancos como resultado de la presión de las Cortes, que añadieron al artículo 3.º del proyecto legislativo lo siguiente: «y sin perjuicio de que sin necesidad de esperar a la terminación del año, puedan establecerse Bancos particulares en los puntos que acaban de indicarse y demás, con los mismos privilegios que la presente Ley concede al de España» (15). El de España era, naturalmente, el anterior Nuevo Banco Español de San Fernando, que pasaba a actuar, con su denominación actual, en condiciones de competencia con otras entidades.

Nuestro banco emisor buscaba afanosamente esa función típica de un banco central que es la de emitir billetes en exclusiva como dinero de curso legal. Cerca de veinte años tardó el Banco de España en lograr el privilegio de emisión de billetes, concedido por el Ministro de Hacienda, José de Echegaray, en el año 1874. Por eso puede decirse que, en lo que a banco emisor se refiere, es en estos momentos cuando se consolida en nuestro país ese rasgo típico de banco central. Ahora bien, a cambio de este privilegio, las relaciones de la entidad con el Ministerio de Hacienda fueron más intensas, y las necesidades del Tesoro y la circulación fiduciaria se hicieron mutuamente dependientes, como señala el trabajo del profesor Martín Aceña.

En los primeros años del presente siglo, se pretendió ampliar las funciones del Banco de España más allá de sus dos típicas: la financiación a la Hacienda y la emisión de billetes; fue básicamente para encargarle la defensa del valor internacional de la unidad monetaria, como dijo Fernández Villaverde, aunque las distintas iniciativas fracasaron. En 1921, la Ley de Ordenación Bancaria de Cambó quiso también ampliar las funciones del Banco de España, aunque dejando todo el control del tipo de interés y del tipo de cambio al Ministerio de Hacienda. Y Prieto, en 1931, quiso someter aún más al Banco a las decisiones del Estado, como recoge Martín Aceña en su conferencia.

Los años posteriores a la Guerra Civil, hasta la nacionalización del Banco

de España en 1962, supusieron una subordinación total de la entidad al Ministerio de Hacienda, y fueron, a juicio del profesor Martín Aceña, «el período más negro de la historia del Banco de España, sometido más que nunca al control de la Hacienda pública». En los años setenta, comenzó a forjarse una cierta autonomía del Banco, a la que ayudó la Ley de Órganos Rectores de 1980; y en 1994, ante la exigencia del Tratado de la Unión Europea, se le otorgó la autonomía necesaria para poder integrarse en su día en el Sistema Europeo de Bancos Centrales (16). Una autonomía que, en esencia, está definida por dos rasgos básicos: la prohibición de descubiertos o cualquier otro tipo de crédito al sector público (art.º 13) y el no sometimiento del Banco a instrucción del gobierno o del Ministerio de Economía y Hacienda en la formulación y ejecución de la política monetaria (art.º 8).

Las relaciones entre el Banco de España y el Tesoro se han relatado con minuciosidad en un excelente artículo de Raimundo Ortega, de 1987, escrito en homenaje a Juan Sardá, que vivió en primera línea estas relaciones, y en el que se afirma: «el recurso al crédito del Banco de España por el Tesoro nació en el mismo momento en que aquél se creó, y ha perdurado, bajo distintas modalidades, hasta nuestros días. La historia más de dos veces centenaria del Banco de España así lo prueba» (17).

Con este repaso de los más de dos siglos de existencia de nuestro banco central, contada brevemente por quien no es un historiador, se ha pretendido señalar algo bastante obvio: en ningún momento con anterioridad a 1980 se ha querido, por parte de los diferentes gobiernos, prescindir de las facilidades de financiación del Banco de España al sector público y, en consecuencia, los textos legales se han dirigido a plasmar, con absoluta subordinación, esa función del banco emisor como financiador de los déficit del Tesoro. El desarrollo económico del país, las corrientes de pensamiento, la necesidad de luchar contra el déficit público y la exigencia de una política monetaria moderna y eficaz han ido convenciendo a los sucesivos gobiernos de la etapa democrática de la necesidad de do-

tar de autonomía al Banco de España. La aprobación del Tratado de Maastricht por nuestro país culminó este proceso, y determinó la promulgación de la Ley 13/1994. Merced a esta ley, España cuenta hoy con un banco central moderno. Como bien dice Martín Aceña, «la conversión de un banco emisor en un auténtico banco central es un proceso que lleva tiempo».

II

Algo más alejados del texto del profesor Martín Aceña están los comentarios que voy a hacer a continuación, y que se refieren a la evolución de los bancos centrales en general, a los objetivos de estas instituciones y a su actividad principal, la política monetaria, con lógicas alusiones al Banco de España. Comenzaré, ligando así con el apartado anterior, con unas consideraciones sobre la evolución de los bancos centrales. Aunque la historia comentada en el apartado anterior no es precisamente brillante, y el tiempo necesario para conseguir un Banco de España como el que hoy tenemos haya sido extremadamente largo, puede encontrarse una justificación en los múltiples acontecimientos políticos, militares y sociales que han condicionado nuestra Historia económica desde 1782, y que han supuesto importantes obstáculos a la hora de emprender una financiación ortodoxa de los déficit públicos. Nuestro caso, por otro lado, no es único, ya que también en otros países han surgido los bancos centrales como criaturas del gobierno y han permanecido supeditados a él durante muchos años, por lo que han adolecido de defectos similares a los del Banco de España. En todo caso, las circunstancias políticas y el grado de desarrollo económico y de apertura han condicionado en gran medida la evolución de los bancos centrales.

Cuando empezaron a crearse estas instituciones, no se pensó realmente en que llegaran a tener la naturaleza y las funciones que hoy poseen. Como en el caso del Banco de España, los bancos emisores que surgieron en los siglos XVII, XVIII y XIX fueron inicialmente bancos comerciales con algunos privilegios, que tenían como mi-

sión principal ayudar a la financiación del Estado, primero, y promover el desarrollo del sistema bancario, después. Poco a poco, fueron convirtiéndose en banco de bancos y, ya en este siglo, comenzaron a ser los ejecutores de la política monetaria, al comprobar la influencia que sus operaciones tenían sobre las macromagnitudes económicas y la posibilidad de conseguir unos fines determinados, bien a través de medidas discrecionales o mediante normas prefijadas. La función de supervisión bancaria, congruente con el papel de banco de bancos, no se atribuye con generalidad a los bancos centrales, y es ésta una característica diferencial dentro de la relativa gran uniformidad que estas instituciones presentan.

Las etapas del desarrollo económico y las corrientes de pensamiento han condicionado, lógicamente, la evolución de estas instituciones. Puede afirmarse que el moderno concepto de banco central surge en la segunda parte del siglo pasado, superada la famosa controversia entre la *Banking School* y la *Currency School*. A pesar de la argumentación teórica de los partidarios de *free banking*, contrarios a la existencia de esta institución (18), en nuestros días caben pocas dudas sobre la necesidad que un país moderno tiene de contar con un banco central. Como ha escrito uno de los principales especialistas en bancos centrales, Charles Goodhart: «como historiador monetario, encuentro que resulta delicioso el interés sobre la eficacia de la "banca libre" y la no existencia de un banco central; pero como economista monetario y antiguo economista de banco central, encuentro equivocados los razonamientos de quienes dicen que los bancos centrales representan una intrusión innecesaria, intervencionista, artificial e inflacionaria en lo que sería sin ellos, según sus defensores, un sistema natural de "banca libre" idílico, eficiente y autoequilibrado» (19). Por otro lado, creo que las últimas décadas, en las que se han registrado fuertes procesos de inflación, han demandado de manera especial la existencia de estas instituciones, y en este tiempo ha podido comprobarse la eficacia de los bancos centrales. En efecto, en los años setenta, con el afianzamiento de

la política monetaria y la superación de la época de dinero barato que había estado ligada a la reconstrucción económica emprendida después de la segunda guerra mundial, los bancos centrales pasaron a tener una importancia grande en los países industriales. Se comprobó, por otro lado, que las medidas del pasado para luchar contra el paro y la inflación no eran eficaces, y que los déficit públicos crecían, con lo que la política monetaria comenzó a adquirir el *status* que hoy tiene.

Como dicen Goodhart, Capie y Schnadt, «si el criterio fundamental para juzgar el éxito en la evolución de una organización es que ésta se reproduzca y se multiplique por el mundo y cambie acertadamente para hacer frente a los cambiantes desafíos que surgen en el tiempo, puede decirse que los bancos centrales han tenido un éxito evidente», y añaden: «Además, los bancos centrales (y los banqueros centrales) son, en general, respetados y admirados considerablemente más que el resto del aparato público». Para terminar con la siguiente frase: «A pesar de su éxito institucional, los bancos centrales no pueden permitirse el lujo de sentirse satisfechos. Queda mucho que aprender y mucho que mejorar» (20).

Una segunda reflexión se refiere al objetivo u objetivos de los bancos centrales y a la claridad con la que hoy se expresan generalmente, frente a la confusión de tiempos pasados. Dejando a un lado las finalidades de los primeros tiempos, relacionadas con la financiación al Estado y la ayuda al desarrollo de la banca comercial, y dado que, como se ha dicho, el concepto moderno de banca central no tiene más de un siglo, es preciso recordar que antes de la Primera Guerra Mundial el objetivo aceptado por todos los países desarrollados era mantener la convertibilidad en oro de la moneda del país dentro del patrón oro. Para lograr este objetivo, el principal instrumento de regulación era el manejo de los tipos de interés a través del descuento de letras y de operaciones de mercado abierto; por otra parte, actuaban con independencia de los gobiernos y se habían convertido ya en bancos de bancos, y no actuaban sis-

temáticamente en ayuda de bancos en dificultades (21).

Los bancos centrales perdieron buena parte de su prestigio en el período comprendido entre las dos guerras mundiales, época en la que se hicieron muy dependientes de los gobiernos, que utilizaron, con gran intervencionismo, abundantes medidas de control directo. Esta dependencia continuó tras la Segunda Guerra Mundial, época en la que se tendió a mantener los tipos de interés a un nivel bajo, a la vez que se relegaba la política monetaria y se ponía en primer plano a la política fiscal. Los objetivos de los bancos centrales se ampliaron, de hecho, para incluir el logro del pleno empleo y, en el ámbito de los instrumentos, continuó el uso de los controles directos sobre las entidades de crédito.

Cuando el sistema de Bretton Woods comenzó a resquebrajarse, debido especialmente a la situación del dólar y de la economía norteamericana, y se intensificó la defensa de los tipos flexibles o flotantes frente a los tipos de cambio fijos, comenzó una etapa verdaderamente difícil para los bancos centrales. En efecto, los años setenta fueron especialmente complicados para los bancos emisores en todos los países, y los procesos agudos de inflación que se registraron plantearon dudas sobre la capacidad de los responsables monetarios para luchar contra estos procesos. Esto llevó a la utilización de una política monetaria activa y estricta basada en el control del crecimiento de la cantidad de dinero, siguiendo lo que Friedman había preconizado años antes (22). Fue una experiencia que probablemente influyó de manera decisiva en la especificación y concreción del objetivo macroeconómico por excelencia de cualquier banco emisor moderno: lograr la estabilidad de los precios, como recoge la Ley 13/1994, en su artículo 7.2.

Los bancos centrales han desempeñado también un papel importante, durante los últimos años, en impulsar la liberalización económica y la introducción de mayor competencia en los sectores regulados. Generalmente, ha sido el sector financiero uno de los que primero se ha desregulado, como

ha ocurrido en España. Y, por otro lado, una buena parte de los bancos centrales ha avanzado en su función supervisora y ha actuado con decisión y mejores instrumentos legales que en el pasado en los casos de dificultades de bancos. Por último, y éste es un punto que merecería una consideración aislada y más extensa, los bancos centrales han pasado a actuar muy activamente en los mercados de cambios en esta época de tipos de cambio flexibles, en la que estos mercados no siempre se han comportado racionalmente, pero sí han tenido una influencia considerable en la política monetaria interior.

Por último, no pueden faltar unas breves consideraciones sobre la actividad más típica de los bancos centrales, esto es, sobre la política monetaria y su instrumentación. A ello voy a referirme en tercer lugar. Martín Aceña nos dice en su trabajo que «la política monetaria española sólo comenzó a disponer de medios adecuados para instrumentar un control activo y continuo de las magnitudes monetarias hacia el año 1973. Este mismo año fue cuando se produjo la absorción de las funciones completas del IEME, lo que permitió por fin que el Banco de España recuperase el control de la vertiente exterior de la política monetaria».

La política económica de regulación de la demanda es una creación de este siglo, y puede afirmarse que el primer impulso importante le vino de la política fiscal keynesiana, muy en boga entre los años cuarenta y los sesenta. A fines de los años sesenta, una conferencia celebrada en Estados Unidos (en Fenix, Arizona) sirvió para lanzar el pensamiento monetarista moderno a través de las participaciones de muchos especialistas, además de políticos y empresarios, que se encargaron de exponer la eficacia y virtudes de la política monetaria (23). Entre los asistentes se encontraba Milton Friedman, el monetarista más característico y singular, cuya regla de fijar un porcentaje de crecimiento a largo plazo a la cantidad de dinero fue de aplicación bastante general durante los años setenta y parte de los ochenta. Comenzó así una preponderancia de la política monetaria sobre la fiscal, en buena

parte por los fracasos de ésta, que sirvió para reforzar la importancia de los bancos centrales y la necesidad de controlar los agregados monetarios.

En nuestros días apenas se discute la importancia y la eficacia de la política monetaria en su labor de reducir la inflación, y sus instrumentos se utilizan constantemente con mayor o menor fortuna. Si atendemos a la evolución de los precios en los últimos años, podría decirse que la política monetaria está realizando su papel con bastante eficacia. En cambio, la política fiscal coyuntural ha sido prácticamente abandonada, en especial debido al tamaño que han adquirido los déficit públicos en los países desarrollados.

El Banco de España, que no había aplicado una política monetaria activa hasta los años setenta, se unió a la corriente monetarista del control de la cantidad de dinero a partir del abandono del sistema de tipos de cambio fijos (24), y en 1977 comenzaron a publicarse las bandas de objetivos de crecimiento de la cantidad de dinero y se hicieron abundantes comentarios sobre su evolución. Dado el intenso proceso de inflación que nuestro país sufría en esos años, la política monetaria tuvo que ser muy restrictiva, y las quejas de políticos y empresarios fueron constantes en los primeros años; en buena medida, debido a la escasa cultura antiinflacionista existente y a la trayectoria del Banco de España. Hoy, veinte años después, la política monetaria ha arraigado plenamente en nuestro país, y creo que la labor de reducción de la inflación que ha venido haciendo el Banco desde los años setenta hasta nuestros días ha contribuido a ello de manera importante.

Durante los últimos años, se han producido variaciones tanto en la forma de anunciar la política monetaria como en la fijación de sus objetivos y el uso de los distintos instrumentos. Un cambio fundamental ha sido el que la autoridad monetaria es hoy el Banco de España (25), institución que formula y aplica la política monetaria, según dispone el artículo 7 de la Ley de Autonomía de 1994, «con la finalidad primordial de lograr la estabilidad de los precios». Este cambio ha relegado

a un segundo plano los antiguos objetivos intermedios en términos de magnitudes monetarias (M3 o ALP), y existe un objetivo último, que es el verdadero objetivo de la política monetaria, expresado en términos de tasa de crecimiento de los precios. Estos cambios, al igual que en otros países, han devuelto un mayor protagonismo a los tipos de interés a corto plazo como instrumento de control monetario.

Desde hace muchos años, se habla del «arte de la banca central» cuando se hace referencia a la actividad de los bancos emisores, en buena medida para ir en contra de la rigidez de algunos esquemas de control y de las normas fijas o mecánicas de actuación, pero también para expresar que la política monetaria actúa en un mundo de presiones continuas de índole política, financiera, empresarial y sindical, presiones de los medios de comunicación, etc., y probablemente también para señalar que no se sabe todo lo que sería necesario sobre el oficio, en especial en lo que se refiere al famoso «mecanismo de transmisión», es decir, las relaciones entre los activos de caja y la cantidad de dinero o entre ésta y el nivel de precios y el PIB nominal (26). Como es sabido, desde hace mucho tiempo se ha comprobado la existencia de una relación entre la cantidad de dinero y el nivel de precios, y desde hace dos siglos se cuenta con proposiciones científicas al respecto. En la época keynesiana, se pensó que la relación entre los precios y el dinero era más débil, y se habló de la ineffectividad de la política monetaria. La revolución monetarista de los años sesenta y setenta, a la que antes aludimos, restableció la importancia y la eficacia de la política monetaria. Se observó, además, una cierta estabilidad en las funciones de demanda de dinero y se acudió, por ello, a la regla del control del crecimiento de la oferta monetaria. Pocos años después, empezaron a modificarse las distintas magnitudes a controlar ante las innovaciones financieras y otros fenómenos que dificultaban su control, y las alteraciones en la velocidad de circulación llevaron a acudir otra vez a los tipos de interés a corto plazo, con la consiguiente mayor discrecionalidad de la política monetaria.

La experiencia muestra que se necesitan tanto algún tipo de norma como no poca discrecionalidad. En los momentos actuales, podría decirse que la «regla» de política monetaria que prevalece es la que pretende conseguir un tipo de interés real de equilibrio, y en esta tarea pueden servir algunas normas y reglas más o menos simples, como se ha sugerido en algunos trabajos recientes (27). Pero los supuestos implícitos de estas reglas experimentarán cambios, por lo que será preciso actuar discrecionalmente, es decir, aplicar ese «arte de la banca central» del que antes hablábamos. Como decía Goodhart, en la presentación de un trabajo hecho en colaboración con otros dos autores con motivo de la conmemoración del tercer centenario del Banco de Inglaterra, «en la actualidad, con la crisis de la estabilidad de las funciones de demanda de dinero, los banqueros centrales, bastante incontestados por los críticos monetaristas, se han quedado con un único instrumento, el control de los tipos de interés a corto plazo, a la luz de su propia discrecionalidad para conseguir la meta generalmente aceptada de la estabilidad de los precios a medio plazo. El principal problema operativo es que los cambios en el tipo de interés afectan a la economía (y también a la expansión monetaria) con un retraso considerable y variable. Por consiguiente, los banqueros centrales han de modificar los tipos de interés en respuesta a las desviaciones de la tasa de inflación futura más que reaccionar a los datos del momento. Ello significa que los pronósticos de la inflación futura, es decir, la que se tendrá dentro de uno o dos años, juegan ahora un papel central en la conducta de la política monetaria» (28). De ahí que la ejecución de la política monetaria exija actualmente «un esquema relativamente complejo de análisis, basado en el seguimiento de un conjunto amplio de indicadores» (29), como afirmaba el Gobernador del Banco de España, Luis Ángel Rojo, en su presentación, ante la Comisión de Economía del Congreso, de los objetivos de la política monetaria para 1995. En ese nuevo esquema, establecido a raíz de la autonomía del Banco de España, se tienen en cuenta los distintos indicadores de la evolución de la inflación

—y no sólo el índice de precios de consumo—, los salarios y los márgenes empresariales, la presión de la demanda, la balanza de pagos, la política fiscal y la curva de rendimientos y los diferenciales de los tipos de interés con otros países.

* * *

Y termino ya estos comentarios. Hace casi dos décadas, la política monetaria empezaba a sustituir en protagonismo a la política fiscal, y se basaba fundamentalmente en conseguir un objetivo de crecimiento de la cantidad de dinero anunciado al comienzo del año; el tipo de interés jugaba un papel secundario en el control monetario; la cultura antiinflacionista no estaba arraigada y la autonomía del Banco de España era una aspiración lógica para mejorar la eficacia de la política monetaria. En estos momentos, nos encontramos, afortunadamente, con una situación mucho mejor: la política monetaria ha demostrado su eficacia y el banco emisor es independiente, y está cumpliendo aceptablemente su misión. Como dice el profesor Martín Aceña en sus últimas líneas, «por fin, después de más de doscientos años, y gracias al tan injustamente denostado Tratado de la Unión Europea, nuestro banco central tiene una genuina misión histórica que cumplir».

NOTAS

(1) Fui nombrado Gobernador por Real Decreto 316/1978, de 2 de marzo, en el marco de lo previsto por el Decreto-Ley de 7 de julio de 1962, de nacionalización del Banco de España. Cuando acepté el cargo, subrayé la conveniencia de cumplir lo que se decía en los Pactos de la Moncloa que, en el concepto VII, sobre Reforma del Sistema Financiero, recogían, en su párrafo 1.º, lo siguiente: «Antes del 31 de marzo de 1978, el Gobierno remitirá a las Cortes un Proyecto de Ley para la nueva regulación de los órganos rectores del Banco de España y del Crédito Oficial». El Banco había realizado ya la labor previa de asesoramiento al Gobierno y existía un anteproyecto que se encaminaba al cumplimiento del mencionado compromiso, que yo conocía en líneas generales desde mi función de Secretario de Estado de Economía. Recibi del Gobierno la promesa de enviar el correspondiente proyecto de ley a las Cortes, como así se hizo en los primeros meses de 1980. La aprobación de la Ley de Órganos Rectores, Ley 30/1980, de 21 de junio, en cumplimiento de los Pactos de la Moncloa, motivó mi dimisión como Gobernador, así como la de los miembros del Conse-

jo del Banco. Días después de dicha dimisión, el Presidente del Gobierno, Adolfo Suárez, me convocó al Palacio de la Moncloa para ofrecerme nuevamente el cargo, esta vez de acuerdo, lógicamente, con la nueva legislación, y por un período de cuatro años, lo que creo ocurría por primera vez en nuestra historia, pues nunca antes habían tenido los gobernadores un mandato temporal, aunque sí los subgobernadores. Acepté, sumamente honrado, y fui nombrado de nuevo Gobernador por su Majestad el Rey por Real Decreto 1569/1980 de la Jefatura del Estado, a propuesta del Presidente del Gobierno, el 24 de julio de 1980. El 24 de julio de 1984 cesé, según lo previsto, en mi función, y así lo dispuso el Real Decreto 1364/1984.

(2) Véase PABLO MARTÍN ACEÑA, *La política monetaria en España, 1919-1935*, Instituto de Estudios Fiscales, Madrid, 1984.

(3) Véase PABLO MARTÍN ACEÑA, «El Banco de España. Una visión histórica», conferencia sobre la que se escriben estos comentarios, recogida como artículo en este mismo número de PAPELES.

(4) COMTE DE MIRABEAU, «De la Banque d'Espagne dite de Saint Charles», 1785, páginas 83-84.

(5) Decía la Real Cédula de S. M., dada en Aranjuez el 2 de junio de 1782: «El primer objeto e instituto de este Banco es el de formar con él una caja general de pagos y reducciones para satisfacer, anticipar y reducir a dinero efectivo todas las Letras de cambio, Vales de Tesorería, y Pagarés que voluntariamente se llevaren a él...; el segundo objeto e instituto del Banco es administrar o tomar a su cargo los Asientos del Ejército y Marina dentro y fuera del Reyno, a cuyo fin ofrezco y empeño mi Palabra Real, que por el tiempo de veinte años a lo menos le encargaré los ramos de provisión de viveres del Ejército y Armada, y de vestuario de las Tropas de Tierra de España e Indias...; el tercer objeto y obligación del Banco ha de ser el pago de todas las obligaciones del Giro en los Países extranjeros con la comisión del uno por ciento...», págs. 6 a 8 de la Real Cédula, Imprenta de D. Pedro Marín, Madrid, 1782.

(6) Véase RAMÓN SANTILLÁN, *Memoria histórica sobre los bancos Nacional de San Carlos, Español de San Fernando, Isabel II, Nuevo de San Fernando, y de España (1865)*, reedición del Banco de España, Madrid 1982, pág. 7.

(7) Véase RAMÓN SANTILLÁN, *Memoria...*, op. cit., pág. 9.

(8) Véase RAMÓN SANTILLÁN, *Memoria...*, op. cit., pág. 12.

(9) Véase E. J. HAMILTON, «El Banco Nacional de San Carlos (1782-1829)», trabajo incluido en *El Banco de España. Una historia económica*, Banco de España, Madrid, 1970, pág. 229.

(10) Véase E. J. HAMILTON, «El Banco...», op. cit., pág. 230.

(11) Véase RAMÓN SANTILLÁN, *Memoria...*, op. cit., pág. 144.

(12) Véase RAMÓN SANTILLÁN, *Memoria...*, op. cit., pág. 145.

(13) Véase RAMÓN SANTILLAN, *Memoria...*, *op. cit.*, pág. 147.

(14) Véase L. ZUMALACÁRREGUI, *El Banco de Isabel II y la crisis de la banca de emisión española de 1847*, Gráficas Reunidas, Madrid, 1952, págs. 213 y ss.

(15) Véase J. A. GALVARRIATO, *El Banco de España*, Gráficas Reunidas, Madrid, 1932, pág. 63.

(16) Ley 13/1994, de 1 de junio.

(17) Véase R. ORTEGA FERNÁNDEZ, «Un repaso histórico al recurso del Tesoro al crédito del Banco de España», en *Hacienda Pública Española*. I.E.F., Madrid, 1987, páginas 181-205.

(18) El principal defensor de la *free banking* en el pasado siglo fue W. BAGEHOT, en su famosa obra *Lombard Street*, contraria a que los gobiernos intervinieran en la economía con la imposición de un banco central. A mediados de este siglo, Vera C. SMITH escribió una obra en la misma línea de pensamiento: *The rationale of central banking and the free banking alternative*, aparecida en 1936 y reeditada por Liberty Press en 1990.

(19) Véase CH. GOODHART, *The evolution of central banks*, The MIT Press, Londres, 1988.

(20) Véase CH. GOODHART, F. CAPIE y N. SCHNADT, «The development of central

banking», en *The future of central banking*, libro editado para conmemorar el tricentenario del Banco de Inglaterra, Cambridge University Press, 1994, págs. 91 y 92.

(21) Estados Unidos no respondía plenamente a este modelo, como señalan CH. GOODHART, F. CAPIE y N. SCHADT en su trabajo «The development...», *op. cit.*, pág. 15.

(22) En Estados Unidos, la «Full Employment and Balanced Growth Act», de 1978, incluyó entre sus disposiciones una que obligaba a la Reserva Federal a fijar y hacer públicos unas bandas de objetivos para las magnitudes monetarias M1, M2 y M3. España publicaba en ese año, que fue en el que yo me incorporé al Banco de España, un objetivo de crecimiento de las disponibilidades líquidas (M3) y el Gobernador informaba trimestralmente sobre su evolución a la Comisión de Economía de las Cortes.

(23) Véase MALABRE, Alfred L., *Last prophets*, Harvard Business School Press, 1994, páginas 141 y ss.

(24) Recuerdo haber asistido en el Ministerio de Hacienda a varias reuniones, en 1974, dedicadas a comentar la evolución de los objetivos monetarios, y en las que se consideraba el programa de actuación para el año siguiente, tras las inevitables explicaciones a los no expertos sobre el significado de las M, los activos de caja y su senda de objetivos y otros aspectos técnicos.

(25) En mi época, se hablaba más de «las autoridades», pues la decisión última era del gobierno y del Ministerio de Hacienda, pero la ejecución de la política correspondía al Banco de España, que era también quien proponía los objetivos y el esquema de control monetario correspondiente.

(26) En una conferencia pronunciada en Washington, en 1994, por Erik Hoffmeyer, que fue durante treinta años Gobernador del Banco de Dinamarca, decía: «Creo que no sé más sobre el mecanismo de transmisión de lo que conocía hace treinta años, a pesar de la proliferación de elasticidades y coeficientes de correlación que se han producido en este tiempo. Ni estoy seguro tampoco de cómo evoluciona temporalmente la causación y en qué dirección. Hasta el Bundesbank puede quedarse asombrado de la evolución de la oferta monetaria»; en *Thirty years in central banking*, Group of Thirty, Washington 1994, pág. 6.

(27) Véase A. STUART, «Simple monetary rules», *Bank of England Quarterly Bulletin*, agosto 1996, págs. 281-287.

(28) Véase CH. GOODHART, *The future of central banking*, *op. cit.*, pág. 239.

(29) Véase L. A. ROJO, «Presentación por el Gobernador del Banco de España, ante la Comisión de Economía del Congreso, de los objetivos de la política monetaria para 1995», *Boletín Económico*, Banco de España, diciembre 1995, pág. 13.