

25 Aniversario de la
Autonomía
del Banco de México

SEMINARIO:

La Importancia de la Autonomía de la Banca Central:
Retos y Perspectivas

SEMINAR:

The Relevance of Central Bank Independence:
Challenges and Outlook



BANCO DE MÉXICO®

25^o Aniversario de la
Autonomía
del Banco de México



Subgerencia de Relaciones Públicas
Public Relations Subdivision
COMPILACIÓN / COMPILATION

Print Diseñadores
DISEÑO EDITORIAL / EDITORIAL DESIGN

Oficina de Servicios Lingüísticos y Editoriales
Linguistic and Editorial Services Office
TRADUCCIÓN Y REVISIÓN DE ESTILO / TRANSLATION AND EDITING

Primera edición / First edition: 2021
Edición realizada por / Edition by: Banco de México
D.R. © Banco de México, 2021
Av. 5 de mayo, no. 2
Col. Centro, Alcaldía Cuauhtémoc
Ciudad de México, C.P. 06000

Fecha de publicación / Publication date
Junio de 2021 / June 2021

Hecho en México

Se agradece a la Dirección de Asuntos Internacionales, la Gerencia de Asuntos Económicos Internacionales y a la Subgerencia de Organismos Internacionales del Banco de México por los comentarios pertinentes incluidos en la presente edición.

El programa completo de esta conferencia, así como las versiones originales de las diferentes ponencias incluidas en esta compilación, se encuentran disponibles en el sitio web del Banco de México (www.banxico.org.mx), en la sección “publicaciones”, subsección “seminarios”.

Los textos de este libro corresponden a las transcripciones y respectivas traducciones de los discursos de los ponentes. Las versiones traducidas no sustituyen a las del idioma original.

AVISO LEGAL

La presente obra se encuentra protegida por la Ley Federal del Derecho de Autor y los tratados internacionales en la materia. Queda expresamente prohibida toda forma de reproducción, publicación o edición por cualquier medio, y en general todo aquello previsto en el artículo 27 de la citada ley, sin la autorización expresa y por escrito del Banco de México. Las opiniones de los participantes aquí vertidas son de su exclusiva responsabilidad por lo que no representan la postura del Banco de México. De igual forma, este Instituto Central no garantiza la exactitud, exhaustividad, actualidad y fiabilidad de los datos contenidos en los textos publicados, por lo que no asume responsabilidad alguna, incluyendo la legal, por las discrepancias que llegaren a tener con otro tipo de información, ya sea oficial, pública o privada, ni se hace responsable por las variaciones que la información pudiere tener, ya sean pasadas, actuales o futuras, o por el uso que de la misma se dé por terceros.

Fotografía de portada: Fachada del edificio principal del Banco de México.

Made in Mexico

Special thanks to the Directorate of International Affairs, the International Economic Affairs Division, and the International Organizations Subdivision of Banco de México for their pertinent comments that were incorporated into this edition.

The complete program of this conference as well as the original versions of the different papers included in this book are available at Banco de México's website (www.banxico.org.mx), in the “publications” section, under the sub-section “seminars”.

The texts of this book correspond to the transcripts and respective translations of the participants' speeches. The translated versions do not replace those in the original language.

DISCLAIMER

This compilation is protected by the Mexican Federal Copyright Law and by the international agreements on this matter. Reproducing, publishing or editing it, by any means, is expressly prohibited, as provided by article 27 of said law, without the express written authorization of Banco de México. The opinions expressed herein are the sole responsibility of the participants and do not reflect Banco de México's point of view. Banco de México does not guarantee the accuracy, thoroughness, reliability and the extent to which the data in the published texts is up to date, and therefore is not liable for any discrepancies that may be found with other type of information, whether official, public or private, nor for any past, present or future changes the information might have, or its use by third parties.

Cover photo: Facade of the main building of Banco de México.

ÍNDICE

6	Palabras de bienvenida Alejandro Díaz de León
11	PRIMERA SESIÓN La importancia de la autonomía de la banca central: la experiencia mexicana
12	Miguel Mancera
20	Guillermo Ortiz
29	Agustín Carstens
	Palabras de cierre de la primera sesión
38	Alejandro Díaz de León
49	SEGUNDA SESIÓN Independencia de los bancos centrales: una perspectiva internacional
	Ponencia principal
50	Jacob A. Frenkel
	Panel internacional
65	Roberto de Oliveira Campos Neto
74	Pablo Hernández de Cos
85	Nor Shamsiah Mohd Yunus
	Ponencia principal
95	Stanley Fischer
110	TERCERA SESIÓN La importancia de la autonomía de los bancos centrales para la efectividad de la política monetaria
	Palabras de bienvenida de la tercera sesión
111	Daniel Chiquiar
	Panel académico
115	Kenneth Rogoff
124	Athanasios Orphanides
137	Barry Eichengreen
147	Lawrence J. Christiano

CONTENTS

6	Welcome remarks Alejandro Díaz de León
11	FIRST SESSION The relevance of central bank independence: the Mexican experience
12	Miguel Mancera
20	Guillermo Ortiz
29	Agustín Carstens
	First session closing remarks
38	Alejandro Díaz de León
49	SECOND SESSION Central bank independence: an international perspective
	Keynote speech
50	Jacob A. Frenkel
	International panel
65	Roberto de Oliveira Campos Neto
74	Pablo Hernández de Cos
85	Nor Shamsiah Mohd Yunus
	Keynote speech
95	Stanley Fischer
110	THIRD SESSION The relevance of central bank independence for monetary policy effectiveness
	Third session welcome remarks
111	Daniel Chiquiar
	Academic panel
115	Kenneth Rogoff
124	Athanasios Orphanides
137	Barry Eichengreen
147	Lawrence J. Christiano



ALEJANDRO DÍAZ DE LEÓN

GOBERNADOR, BANCO DE MÉXICO

PALABRAS DE BIENVENIDA

Exgobernadores del Banco de México Miguel Mancera, Guillermo Ortiz y Agustín Carstens;

Dr. Jacob Frenkel y Dr. Stanley Fischer;

Gobernadores Roberto Campos Neto, Pablo Hernández de Cos y Gobernadora Nor Shamsiah;

Profesores Christiano, Eichengreen, Orphanides y Rogoff;

Señoras y señores:

En nombre de la Junta de Gobierno, de mis compañeros Irene Espinosa, Gerardo Esquivel, Javier Guzmán, Jonathan Heath y del mío propio, es un gusto darles la bienvenida a este seminario conmemorativo de los 25 años de autonomía del Banco de México.

Los miembros de la Junta de Gobierno del Banco de México estamos claramente conscientes que la transparencia, la rendición de cuentas, la apertura informativa y el intercambio abierto de ideas son prácticas que van de la mano con la autonomía, y que son necesarias para consolidar la credibilidad, así como para mejorar la eficacia y el impacto de las políticas de la institución.

Por ello, para conmemorar el vigésimo quinto aniversario de la autonomía del Banco de México, la Junta de Gobierno consideró conveniente realizar tres seminarios enfocados en los objetivos establecidos en su Ley. En primer lugar, el mandato prioritario de procurar la estabilidad de precios, así como las finalidades de promover el

ALEJANDRO DÍAZ DE LEÓN

GOVERNOR, BANCO DE MÉXICO

WELCOME REMARKS

Former Governors of Banco de México Miguel Mancera, Guillermo Ortiz, and Agustín Carstens;

Dr. Jacob Frenkel and Dr. Stanley Fischer;

Governors Roberto Campos Neto, Pablo Hernández de Cos, and Nor Shamsiah;

Professors Christiano, Eichengreen, Orphanides, and Rogoff;

Ladies and gentlemen:

On behalf of Banco de México's Governing Board, my colleagues Irene Espinosa, Gerardo Esquivel, Javier Guzmán, Jonathan Heath and myself, it is a pleasure to welcome you to this seminar to commemorate the 25th anniversary of Banco de México's autonomy.

The members of Banco de México's Governing Board are clearly aware that transparency, accountability, information openness, and the open exchange of ideas are practices that go hand in hand with central bank independence, and are also essential to consolidate credibility and improve both the effectiveness and impact of the institution's policies.

To commemorate this anniversary of Banco de México's autonomy, the governing board deemed it convenient to hold three seminars focused on the objectives set forth in Banco de México's Law: to ensure price stability, to foster the sound development of the financial system, and to promote the proper functioning of the payment systems.



Alejandro Díaz de León

sano desarrollo del sistema financiero y propiciar el buen funcionamiento del sistema de pagos.

El 19 de agosto se llevó a cabo el seminario “Sistemas de Pagos y Nuevas Tecnologías”, donde abordamos los desafíos y oportunidades que la evolución tecnológica plantea para el ecosistema de pagos, a fin de contar con operaciones más rápidas, seguras y eficientes. Esto resulta especialmente relevante por el lanzamiento en nuestro país del esquema de cobro digital CoDi, a través de códigos de respuesta rápida (QR, por sus siglas en inglés) y de comunicación de campo cercano (NFC, por sus siglas en inglés) que corren sobre la plataforma del Sistema de Pagos Electrónicos Interbancarios (SPEI) que provee el Banco de México, el cual liquida operaciones en tiempo real, las 24 horas de los 7 días de la semana, todo el año. El éxito de este proyecto podría ser un punto de inflexión para la eficiencia económica y la inclusión financiera en nuestro país.

Posteriormente, el 1 de noviembre, se realizó el seminario “Estabilidad Financiera y Banca Central”, donde quedó de manifiesto el papel crítico que los bancos centrales siempre han jugado en materia de estabilidad financiera. El seminario también destacó que, si bien los instrumentos para alcanzarla muestran claras diferencias en lo referente al logro de la estabilidad de precios, es indispensable considerar la retroalimentación entre la política monetaria y financiera, la cual, para su mejor entendimiento, requiere un enfoque integral.

El seminario del día de hoy versa sobre “La Importancia de la Autonomía de la Banca Central: Retos y Perspectivas”. Desde finales del siglo pasado, numerosos países otorgaron autonomía a sus bancos centrales y se avanzó en el reconocimiento global de que este arreglo institucional es el medio más eficaz para cumplir con el mandato prioritario del banco central de mantener la estabilidad de precios.

El propósito de este seminario es evaluar los logros y retos de la autonomía de la banca central, en voz de algunos de sus principales académicos y banqueros centrales. Por eso, agradezco a todos los distinguidos conferencistas y panelistas que hayan aceptado nuestra invitación. Varios de nuestros invitados presiden, o han presidido, algunos de los bancos centrales u organizaciones multilaterales más importantes del mundo; otros, desde la academia, han contribuido a definir la naturaleza y causas del fenómeno

On August 19, the seminar “Payment Systems and New Technologies” was held, which focused on the challenges and opportunities that technological development poses for the payments ecosystem in order to have faster, safer and more efficient operations. This is particularly relevant in our country given the launch of the CoDi Request-to-Payment scheme, that functions through Quick Response (QR) and Near Field Communication (NFC) codes that run on the Interbank Electronic Payments System (SPEI, for its acronym in Spanish) infrastructure provided by Banco de México, which already settles operations in real time, 24 hours a day, 7 days a week, throughout the year. The success of this project could be an inflection point for economic efficiency and financial inclusion in our country.

Subsequently, on November 1, the seminar “Financial Stability and Central Banking” took place, whose goal was to reassert the critical role that central banks have always played in financial stability. The seminar highlighted the fact that although the instruments to attain financial stability are clearly different from those needed to achieve price stability, it is indispensable to consider the feedback between monetary and financial policy, which requires an integral approach analysis for its better understanding.

Today’s seminar deals with “The Relevance of Central Bank Independence: Challenges and Outlook.” Since the end of last century, many countries have granted independence to their central banks and progress has been made in recognizing worldwide that this institutional arrangement is the most effective means to fulfill their primary mandate of maintaining price stability.

The purpose of this seminar is to assess the achievements and challenges of central bank independence through the voice of some of the world’s leading academics and central bankers, and for that, I thank all renowned speakers and panelists for accepting our invitation. Several of our guests chair, or have chaired, some of the world’s most important central banks and multilateral organizations. Others, from the academia, have contributed to both define the nature and causes of the inflationary phenomenon and underpin the idea of central bank independence.

In this first session, the relevance of central bank independence and Mexico’s experience will be discussed. It is an honor for me to share this session with three former

inflacionario y a sustentar la noción de autonomía de la banca central.

En esta primera sesión se hablará de la importancia de la autonomía y de la experiencia mexicana. Es un honor para mí compartir esta sesión con tres exgobernadores del Banco de México que han sido mis maestros, jefes y amigos y a quienes, además de respeto y admiración profesional, les tengo un gran afecto.

El Banco de México, como institución, les debe mucho a los tres: a su liderazgo, autoridad y capacidad de gestión; a su compromiso con los objetivos institucionales; y a su generosidad para formar cuadros y equipos. Sumando la trayectoria laboral de los tres en el Banco de México se conjuntan casi cien años de fecundo servicio a nuestra institución y al país. Quisiera pedir un aplauso en agradecimiento a su legado institucional al Banco de México.

Sin más preámbulos, cedo la palabra al Lic. Miguel Mancera.

governors of Banco de México who have been my mentors, bosses, and friends, and whom, apart from having respect and admiration, I am very fond of.

As an institution, Banco de México owes a great deal to all three of them: to their leadership, authority and management capacity; to their commitment to institutional goals; and to their generosity in forming professional teams. The career history of all three of them at Banco de México comprises almost one hundred years of productive service to our institution and to our country. I would like to ask for a round of applause in appreciation of their institutional legacy to Banco de México.

Without further ado, I hand over the microphone to Miguel Mancera.



De izquierda a derecha: Guillermo Ortiz, Miguel Mancera, Agustín Carstens y Alejandro Díaz de León

From left to right: Guillermo Ortiz, Miguel Mancera, Agustín Carstens and Alejandro Díaz de León

TERCER SEMINARIO:
La Importancia de la
Autonomía de la Banca
Central: Retos y Perspectivas

Primera sesión
La importancia
de la autonomía
de la banca central:
la experiencia mexicana

*Ciudad de México,
22 de noviembre de 2019*

THIRD SEMINAR:
The Relevance of Central
Bank Independence:
Challenges and Outlook

First session
The relevance
of central bank
independence: the
Mexican experience

*Mexico City,
November 22, 2019*

MIGUEL MANCERA EXGOBERNADOR, BANCO DE MÉXICO

Muchas gracias, gobernador Alejandro Díaz de León, por haberme invitado a participar en este importante seminario, que se realiza con motivo del vigésimo quinto aniversario de la autonomía del Banco de México.

Casi resulta innecesario recordar, ante un auditorio tan calificado como el presente, que el argumento principal para conferirle autonomía a diversos bancos centrales ha sido siempre el temor a la inflación. Y no hay duda que la causa original de este fenómeno, en todos los tiempos y en todas las latitudes, ha sido la desmedida emisión de moneda llevada a efecto las más de las veces, si no es que siempre, por disposiciones de los respectivos Gobiernos nacionales.

El proceso legislativo necesario para dotar de autonomía al Banco de México se emprendió a principios de los años noventa del siglo pasado. Era un tiempo propicio para ello.

En aquella época, México apenas había comenzado a salir de un agudo proceso inflacionario, iniciado a principios de la década de los setenta, que no empezó a ceder sino hasta el final de la década de los ochenta. La experiencia de los estragos causados por la aguda inflación sufrida por nuestro país creaba un ambiente propicio para la aceptación de la propuesta de dotar de autonomía al Banco de México.

El clima propicio para la reforma privaba también en el ámbito internacional. Algunos bancos centrales de gran abolengo se encontraban en el proceso de obtener su autonomía, a la vez que el importantísimo Banco Central Europeo estaba por nacer con esa característica.

Un buen número de los asistentes a este seminario conoce el régimen legal del Banco de México y, para ellos, resulta innecesario señalar aquí los fundamentos jurídicos de la autonomía de la institución. Sin embargo, pienso que para otros participantes en esta reunión, en especial, para nuestros visitantes del extranjero, puede ser de interés conocer

MIGUEL MANCERA FORMER GOVERNOR, BANCO DE MÉXICO

Thank you very much, Governor Alejandro Díaz de León, for inviting me to this important seminar to commemorate the 25th anniversary of Banco de México's autonomy.

It is almost unnecessary to remember, before such a highly-qualified audience, that the main reason to grant autonomy to central banks has always been the fear of inflation. And there is no doubt that the original cause of this phenomenon, at all times and in all latitudes, has been the disproportionate issuance of currency that, most of the time, if not always, has been done by order of the corresponding national governments.

The legislative process required to grant independence to Banco de México began in the early 1990s. It was the right time to do it.

At that time, Mexico was barely recovering from an acute inflationary process that started in the early 1970s and only began to be subdued until the late 1980s. The strains inflicted by sharp inflation in Mexico created a favorable environment for accepting the proposal to grant independence to Banco de México.

The external environment at the time was also favorable for the reform. A number of well-renowned central banks were in the process of obtaining their independence, and the prominent European Central Bank was about to be established with such autonomous powers.

A fair share of this seminar's participants is familiar with the legal framework of Banco de México and, for them, it is unnecessary to point out the legal bases of the institution's autonomy. However, I think that other participants of this meeting, especially our foreign visitors, would find it interesting to learn about said grounds. Therefore, I will address them in my speech.



Miguel Mancera

esos fundamentos. Por esta razón, dedicaré mi exposición principalmente a esta materia.

Al formularse el nuevo régimen legal del Banco se tuvo gran cuidado de que la autonomía quedara fuertemente protegida, incorporándose sus características principales al nivel jurídico más alto posible, o sea, el constitucional.

En México, la independencia del Banco Central descansa sobre tres pilares: el primero, la facultad exclusiva para determinar su propio crédito; el segundo, la independencia de su gobernanza; y, el tercero, la autonomía para su administración.

En cuanto al primer pilar, la Constitución dice de manera enfática: “Ninguna autoridad podrá ordenar al Banco conceder financiamiento”. Esta disposición se ve reforzada por otra que aparece en la legislación secundaria, la cual impone un límite muy estrecho al crédito que el Instituto Central puede, si así lo decidiera libremente, otorgar al Gobierno federal. Entiendo que esta posibilidad nunca ha sido utilizada.

El segundo pilar de la autonomía del Banco es la independencia de su gobernanza, la cual está encomendada a una Junta de Gobierno, integrada por un gobernador y cuatro subgobernadores. La Junta fue diseñada con gran cuidado para que resultara tan independiente como fuere posible y para que estuviera integrada por las personas más idóneas. Al efecto, la Constitución dispone que los miembros de la Junta sean designados por el presidente de la República, quedando su nombramiento sujeto a la aprobación del Senado. Asimismo, dispone que desempeñen su encargo por periodos cuya duración y escalonamiento provean al ejercicio autónomo de sus funciones y que no puedan ser removidos sino por causa grave.

Además, la Ley del Banco de México establece que los nombramientos deben recaer sobre personas que gocen de reconocida competencia en materia monetaria y que hayan ocupado, por lo menos durante cinco años, cargos de alto nivel en el sistema financiero mexicano o en las dependencias, organismos o instituciones que ejercen funciones de autoridad en materia financiera. Para la designación de dos de los cinco miembros no es necesario satisfacer los requisitos previstos en el párrafo anterior; pero en todo caso, debe

When the bank’s legal framework was drafted, great care was given to fully protecting independence by incorporating its main characteristics into the highest legal level possible, i.e., the Mexican Constitution.

In Mexico, central bank independence rests on three pillars: the first one is the exclusive power to determine its own credit, the second one is independence regarding its governance, and the third one is its administrative autonomy.

Regarding the first pillar, the Constitution emphatically states that: “No authority may order the bank to grant financing.” This provision is reinforced by another that is stipulated in the secondary legislation, which imposes a very narrow limit to the credit that the central bank can grant, if it freely decides to do so, to the federal government. It is my understanding that this possibility has never been used.

The second pillar of the bank’s autonomy, as we said, is governance independence, which is entrusted to a governing board composed of a governor and four deputy governors. The board was carefully designed to be as independent as possible and be integrated by the most suitable individuals. For that purpose, the Constitution stipulates that the president of the Republic must appoint the members of the board, and said appointments are subject to the Senate’s approval. In the same vein, it states that members must stay in office for periods whose duration and staggering enable the autonomous execution of their functions and that they may not be removed except for a grave cause.

Banco de México’s Law also stipulates that the individuals to be appointed should have recognized competence in the monetary field and should have held, for at least five years, high-level positions in the Mexican financial system or in departments, bodies or institutions exercising authority functions in financial matters. For two of the five members, it is not mandatory to meet the requirements stated in the previous paragraph; but, in either case, they should be renowned professionals in economic, financial or legal matters.

To specify the constitutional provision regarding the duration and staggered nature of the terms in office of the governing board members, Banco de México’s Law states that “The governor’s term in office will be of six years, and that

tratarse de profesionales distinguidos en materia económica, financiera o jurídica.

Para precisar la disposición constitucional relativa a la duración y escalonamiento de los periodos de servicio de los miembros de la Junta de Gobierno, la Ley del Banco establece que: “El cargo de Gobernador durará seis años y el de Subgobernador será de ocho años. El periodo del Gobernador comenzará el primero de enero del cuarto año calendario del periodo correspondiente al Presidente de la República. Los periodos de los Subgobernadores serán escalonados, sucediéndose cada dos años e iniciándose el primero de enero del primer, tercer y quinto año del periodo del Ejecutivo Federal. Las personas que ocupen esos cargos podrán ser designadas miembros de la Junta de Gobierno más de una vez”.

Procede hacer algunos señalamientos respecto del tercer pilar, que sin ser tan importante como los dos ya tratados, contribuye a la solidez de esa autonomía. Me refiero a la independencia administrativa, fundamentada también a nivel constitucional, al quedar establecido en nuestra Carta Magna que “El Estado tendrá un banco central que será autónomo en el ejercicio de sus funciones y en su administración”.

El hecho de que el Banco de México sea autónomo no significa que esté libre de rendir cuentas a la sociedad. La institución debe enviar al presidente de la República y al Congreso de la Unión, los informes que la propia Ley del Banco especifica. Además, el gobernador puede ser citado por cualquiera de las dos Cámaras del Congreso para que rinda informes sobre la política y las actividades de la institución.

Pero, además de los informes que por obligación legal deben rendirse, el Banco, por medio de exposiciones del gobernador y de los subgobernadores, o por medio de publicaciones diversas, comunica con frecuencia a la sociedad informaciones adicionales, que coadyuvan a la comprensión de las medidas que adopta. De particular interés son los boletines que se publican con motivo de las sesiones de la Junta de Gobierno.

En el plano administrativo, el Banco también está sujeto a la rendición de cuentas. Para auditar a la institución, el secretario de Hacienda solicita a un colegio de contadores ampliamente representativo de la profesión, le proponga una terna de firmas de reconocido prestigio, entre las cuales designa al

of the deputy governors, eight years. The governor’s term in office will begin on January the first of the fourth calendar year of the president of the Republic’s term. The terms in office of the deputy governors shall be staggered, succeeding each other every two years, and starting on January the first of the first, third, and fifth year of the term of the president of the Republic, respectively. The individuals occupying these positions may be appointed members of the governing board for more than one term in office.”

A few moments ago, I was saying that Banco de México’s autonomy rests on three pillars. I would like to touch upon the third one, which contributes to the soundness of its independence, even though it is not as important as the previous two. I am talking about administrative independence, which is justified at a constitutional level as well, as it was established in our Magna Carta: “The state will have a central bank vested with autonomy regarding the exercise of its functions and administration.”

The fact that Banco de México is autonomous does not mean that it is exempt from being accountable to society. The institution must send to both the president of the Republic and Congress the reports set out in Banco de México’s Law. Furthermore, the governor can be summoned by either of the two Congress chambers to be debriefed about the institution’s policy and activities.

In addition to the reports that must be submitted by legal requirement, the bank—through the governor’s and deputy governors’ statements or different publications—frequently delivers additional information for the general public to explain the measures adopted by the bank. Of particular interest are the monetary policy statements released after the governing board’s meeting.

On the administrative level, the bank is also subject to accountability. To audit the institution, the minister of finance requests a widely renowned association of accountants to suggest a pool of firms from which he appoints the bank’s external auditor after receiving the approval of the Supervisory Committee of the Supreme Audit Office of the Federation.

To design the legal framework of Banco de México’s autonomy, the legislation of other countries was carefully revised. The legal system of the Bundesbank, which

auditor externo del Banco, previa aprobación de la Comisión de Vigilancia de la Auditoría Superior de la Federación.

Para diseñar el régimen jurídico de la autonomía del Banco de México, se revisó con gran cuidado la legislación de otros países sobre la materia. Desde luego se estudió el régimen del Bundesbank, que fue autónomo desde su fundación después de la Segunda Guerra Mundial y ha ejercido sus facultades con enorme éxito. El caso chileno también nos resultó de particular interés. Nuestros amigos del país andino recién habían dotado de autonomía a su Banco Central y estaban haciendo continuos progresos en su largo proceso de estabilización. Gratos recuerdos tengo de la valiosa asesoría que entonces nos brindó Andrés Bianchi, quien fuera el primer presidente del Banco Central de Chile autónomo.

En 1994, con motivo de su tricentenario, el Banco de Inglaterra convocó a un seminario celebrado en junio de aquel año, cuyo tema fue el futuro de la banca central. El profesor Stanley Fischer aportó para esa ocasión una espléndida ponencia. Entre otros temas, el profesor señalaba las materias que deberían tomarse en cuenta para redactar el estatuto de un banco central autónomo. Como comentarista de esa ponencia, me resultó muy grato señalar cómo el nuevo estatuto del Banco de México respondía a esas cuestiones de manera satisfactoria.

La legislación correspondiente al Banco de México autónomo, aprobada por el Congreso de la Unión en 1993 para entrar en vigor en 1994 no ha sido objeto de ninguna modificación mayor o que afecte la independencia de la institución. Sin embargo, de manera recurrente, se hacen propuestas, formales o informales, respecto del objetivo prioritario que la institución debe procurar al desempeñar su función de proveer al país de moneda nacional. La ley vigente dispone que ese objetivo prioritario sea la estabilidad de nuestra moneda.

En México, como en otros países, se ha cuestionado si ese debe ser el único objetivo prioritario único o si también debería serlo la procuración del desarrollo económico. Ante un auditorio tan ilustrado como el presente, resulta innecesario exponer los argumentos en favor de una y otra tesis. Me concreto a decir que en México, a mi modo de ver, con muy buen juicio, no se ha cambiado la disposición de que se trata. No me cabe duda: la mejor contribución que un banco central puede hacer para el desarrollo económico es

became autonomous since its foundation after the Second World War, and which has exercised its power very successfully, was indeed studied. The case of the Central Bank of Chile was also of particular interest to us. Our colleagues in the Andean nation had recently granted independence to their central bank and were making continuous progress in their long stabilization process. I have fond memories of the valuable counsel that Andrés Bianchi, the first president of the autonomous Central Bank of Chile, gave us.

In 1994, on the occasion of its 300th anniversary, the Bank of England convened a seminar, held in June of that same year, whose topic was the future of central banking. Professor Stanley Fischer gave an excellent speech at the event. Among other subjects, he highlighted the aspects that should be considered when drafting the statutes of an autonomous central bank. As a commentator on that speech, I was delighted to point out that Banco de México's new statutes adequately complied with said aspects.

The corresponding legislation of the autonomous Banco de México, approved by Congress in 1993 and in force since 1994, has not been subject to any major amendments that could affect the institution's independence. Nevertheless, repeatedly, formal or informal proposals are being made regarding the primary objective the institution must pursue when fulfilling its function of providing currency to the country. Currently, the applicable law specifies the stability of the national currency as the central bank's main objective.

In Mexico, as in other countries, it has been questioned whether that should be the only primary objective or if ensuring economic development should also be included. With such a remarkable audience as we have here today, it is unnecessary to present arguments in favor of one or the other theses. I will just mention specifically that, in Mexico, in my view, and with good judgment, this provision has not been modified. I am certain that the best contribution that a central bank can make for economic development is to ensure the stability of the currency's purchasing power. This does not mean, however, that the central bank's decisions should exclude monetary policy's influence on the pace of economic activity.



Miguel Mancera
Atrás: Agustín Carstens

Miguel Mancera
Back: Agustín Carstens

procurar la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda. Esto no quiere decir, sin embargo, que en las decisiones del banco central no deba tenerse en cuenta la influencia de la política monetaria sobre el ritmo de la actividad económica.

Otra cuestión que ha sido objeto de duda es la normativa referente al régimen cambiario. Conforme a la Ley del Banco de México, las decisiones en esta materia están encomendadas a la Comisión de Cambios. Esta se integra con el secretario y dos subsecretarios de la Secretaría de Hacienda y con el gobernador y dos subgobernadores del Banco de México, quedando las decisiones sujetas a lo que la Secretaría resuelva y atendiendo, en su caso, a lo que el Ejecutivo disponga.

La más importante y afortunada decisión de la Comisión de Cambios ha sido el establecimiento del régimen de flotación del tipo de cambio, el cual opera desde 1995. Esta es, en mi opinión, una de las medidas más acertadas que en México se han tomado en materia económica. Hoy en día nos parece asombroso que hayan tenido que pasar tantos años para que el mundo se diera cuenta de cuánto mejor es la flotación que los regímenes de tipo de cambio programado, incluso cuando es deslizante.

Creo que las experiencias derivadas de la autonomía del Banco de México han sido muy positivas. Los sucesivos Gobiernos de la República han comprendido que es en beneficio del país y de su propia gestión no recurrir al financiamiento del Banco Central. Sin excepción, han respetado lo dispuesto al respecto por la ley. Por otra parte, al designar a los miembros de la Junta de Gobierno, siempre han cuidado de que satisfagan, sin la menor duda, los requisitos establecidos en las normas respectivas. Gracias a todo esto, se ha logrado una tendencia descendente de la inflación durante más de dos décadas, ubicándola cada vez más cerca del objetivo que el propio Banco se ha propuesto alcanzar de manera permanente.

Enhorabuena que la inflación en México se ha logrado casi dominar, aunque siempre está al acecho para volver y por eso nunca se debe bajar la guardia. Además de mantenerse alerta para evitar un regreso de la inflación, la banca central debe estar preparada para conjurar otros peligros latentes y aprovechar oportunidades de progreso.

Another matter that has been questioned refers to the exchange rate regime regulations. According to Banco de México's Law, decisions on this matter are entrusted to the Foreign Exchange Commission. This commission is composed of the minister and two deputy ministers of the Ministry of Finance and Public Credit as well as of the governor and two deputy governors of Banco de México. Decisions are ultimately made by the Ministry of Finance and Public Credit, in agreement with, if applicable, the executive branch's judgement.

The most important and fortunate decision made by the Foreign Exchange Commission has been the establishment of a floating exchange rate regime. It has been in place since 1995. In my opinion, it is one of the most irrefutable economic measures in Mexico. Today, it seems astonishing that so many years had to go by for the world to realize how much better a free-floating exchange rate regime is compared to a pegged one, even if such regime is a crawling peg.

I think the experiences from Banco de México's autonomy have been very positive. Mexico's successive governments have understood that not relying on the central bank's funding has proven beneficial for the country and their own administration. They have abided by the law's provisions in that regard without exception. On the other hand, when appointing the members of the governing board, they have always procured, beyond all doubt, that these meet the requirements established in the corresponding regulations. As a result, a downward trend in inflation has been attained for over two decades, which has placed it increasingly closer to the permanent inflation target set by the bank.

Fortunately, inflation in Mexico has almost been controlled, although it always attempts to come back, and that is why we must never let our guard down. But, besides being vigilant to prevent inflation from coming back, the central bank must be prepared to ward off other latent risks and take advantage of the opportunities for progress.

We must be attentive to derivatives. They have already given Mexico some headaches, much more so in other parts of the world. The emergence of cryptocurrencies cannot be simply ignored either. Negative interest rates in nominal terms are problematic and raise questions that cause much

Hay que estar atentos a los derivados, ya han dado dolores de cabeza en México y mucho más, en otras partes del mundo. El surgimiento de las criptomonedas tampoco puede simplemente ignorarse. La aparición de tasas de interés negativas en términos nominales causa problemas y plantea incógnitas causantes de gran inquietud. Pero, por otra parte, la utilización de nuevas tecnologías en materia de pagos, si bien trae consigo riesgos, abre oportunidades extraordinarias para dar fluidez y seguridad a la liquidación de las transacciones económicas de toda índole. De particular interés es que abre la posibilidad práctica de que los billetes emitidos por los bancos centrales sean sustituidos por cuentas a la vista en esas instituciones o lo que es posiblemente mejor: cuentas a la vista en los bancos comerciales sujetas a encaje de 100% en el banco central.

Será en extremo interesante escuchar lo que se diga sobre estas materias en la presente ocasión.

concern. On the other hand, new payments technology, despite posing risks, presents extraordinary opportunities to settle economic transactions of all kinds in a more fluid and secure manner. Particularly interesting is that it opens up the practical possibility of banknotes issued by central banks being replaced by call deposit accounts in those institutions or, even better, call deposit accounts in commercial banks that are 100% subject to the central bank's legal reserve requirements.

It will be extremely interesting to hear opinions on these matters throughout this event.

GUILLERMO ORTIZ

EXGOBERNADOR, BANCO DE MÉXICO

Agradezco mucho al gobernador Alejandro Díaz de León la invitación para estar con ustedes en este día tan relevante y compartir este foro con Miguel Mancera y con Agustín Carstens.

Quisiera dividir mi intervención en tres partes. La primera, hablar sobre la autonomía *de jure* y *de facto*. Ya Miguel Mancera exployó con detalle todas las bases jurídicas para la autonomía del Banco, pero también hay un tema sobre cómo se gana la autonomía *de facto*. En segundo lugar, quiero comentar brevemente sobre el esquema de política monetaria que adoptó el Banco de México y que fue fundamental para consolidar su autonomía. Y, por último, quiero resaltar algunos retos por los que, considero, atraviesan los bancos centrales hoy en día.

Ya Miguel Mancera mencionó el marco legal tan sólido que tenemos; sin duda esto ha sido fundamental para la autonomía.

La independencia operativa *de facto* se gana en la práctica con la actuación cotidiana, cumpliendo con los objetivos y resistiendo las presiones que casi inevitablemente surgen en algunos momentos por parte de los Gobiernos o del Poder Legislativo.

No sorprende que ocurran estas presiones en momentos de crisis económica. En el año 1994, hubo una crisis que duró dos años y tuvo una enorme repercusión sobre el sistema financiero, los mercados y la percepción de solvencia del país.

Para enfrentar dicha crisis se adoptó un programa de ajuste muy importante y fuerte, pero también se buscó el apoyo de organismos internacionales y de otros acreedores, notablemente del Gobierno de Estados Unidos.

Como parte de la negociación de este apoyo externo uno de los acreedores insistió que el Banco de México

GUILLERMO ORTIZ

FORMER GOVERNOR, BANCO DE MÉXICO

I would like to thank Governor Alejandro Díaz de León for inviting me to be here with you on this very relevant day and for sharing this panel with Miguel Mancera and Agustín Carstens.

I would like to divide my speech into three parts. The first one is to talk about *de jure* and *de facto* autonomy. Miguel Mancera already elaborated on all the legal bases for the bank's autonomy in detail, but there is also the matter of how this *de facto* autonomy is gained. Second, I would like to briefly comment on the monetary policy framework adopted by Banco de México, which was crucial to consolidate its autonomy. And, last, I want to highlight some challenges I believe central banks face today.

Miguel Mancera has already mentioned the very solid legal framework of Banco de México, which, beyond doubt, has been fundamental for its autonomy.

De facto operational independence is gained through daily performance, meeting the targets, and resisting the pressures from governments or the legislative branch that emerge almost inevitably at some point.

It is not surprising that such pressures occur at times of economic crisis. In 1994, there was a crisis that lasted two years, 1994 and 1995, with major repercussions on the financial system, the markets, and the country's credit rating.

To address said crisis, a critical and robust adjustment program was adopted. In the same vein, the support of international organizations and other creditors was pursued, notably that of the United States government.

As part of the negotiation of this external support, one of the creditors insisted on Banco de México taking the blame and admitting the alleged mistakes made in 1994.



Guillermo Ortiz

hiciera un *mea culpa* de reconocer supuestos errores que se cometieron en el año de 1994; obviamente la Junta de Gobierno no estaba de acuerdo con esto. La Junta de Gobierno no cedió e incluso se planteó la renuncia por parte de esta.

Finalmente, después de varios episodios, los acreedores externos cedieron y el Banco tuvo esa primera prueba importante de su autonomía.

Más adelante, en conexión con los apoyos otorgados por el Banco de México y por el Gobierno al sistema financiero durante la crisis financiera de 1994-1995, en 1998 hubo una presión muy importante por parte del principal partido político de oposición para condicionar el apoyo presupuestal a las instituciones financieras. Así, se estuvo tratando de condicionar este apoyo también a cambios en la composición de la Junta de Gobierno, incluyendo juicios políticos, etcétera. Fue un momento de tensión importante para el Banco que, afortunadamente, se pudo superar.

El Banco de México no es el único que ha estado sujeto a temas políticos. Diez años después, durante la gran crisis financiera, el Banco Central de Estados Unidos, la Fed, tuvo que intervenir muy activamente para apoyar las instituciones financieras en aquel país.

Una vez concluida la crisis, se implementó legislación en Estados Unidos que, aparte de establecer una serie de requerimientos prudenciales muy importantes, también se coartaron algunas facultades de la Fed para otorgar financiamiento a instituciones financieras y no financieras, facultades que tenía previo a la crisis de 2008-2009.

Esto ha llevado a la consideración por parte de algunos de los que en aquel momento enfrentaron la gran crisis financiera, que probablemente los instrumentos con los que cuenta hoy la Reserva Federal —particularmente la facultad de prestamista de última instancia— no serán suficientes para enfrentar una crisis sistémica.

Estos episodios ilustran que, sobre todo en épocas de crisis, cuando los bancos centrales deben tomar un papel más activo para su contención, es también cuando surgen más presiones para restringir su ámbito de acción e incluso su independencia.

Obviously, the governing board did not agree to this, it did not give in, and its resignation was even considered.

Finally, after a number of incidents, external creditors yielded and the bank passed its first significant autonomy test.

Later, in the context of the support provided by both Banco de México and the government to the financial system during the financial crisis of 1994-1995, in 1998 there was significant pressure from the main opposition political party to condition the budget support for financial institutions. This conditioning was also reflected in demands to change the composition of the governing board, and in setting up political trials, etc. It was a moment of high tension for the bank, which, fortunately, it was able to overcome.

Banco de México is not the only central bank that has been subject to political issues. Ten years later, during the global financial crisis, the central bank of the United States, the Federal Reserve System (the Fed), had to intervene quite actively to support the financial institutions in that country.

Once the crisis ended, legislation was enacted in the United States which, apart from establishing a series of prudential requirements—which were obviously very important—also restricted some of the Fed's powers to grant financing to financial and non-financial institutions. Said powers had been in force prior to the 2008-2009 crisis.

This has led some experts, who at that time had to face the global financial crisis, to consider that the tools used currently by the Federal Reserve, particularly its power of lender of last resort, are probably not enough to face a systemic crisis.

These incidents illustrate that, particularly in times of crisis, when central banks must take on a more active role to control the crisis, more pressures arise that limit their scope of action and even their independence.

In my opinion, the best strategy to preserve the central bank's independence, in addition to having a governing board that is committed to its purpose, is to act consistently towards achieving the central bank goals, maintaining constant communication with the government, the legislative branch, and the general public.

En mi opinión, la mejor estrategia para preservar la independencia del banco central, además de una Junta de Gobierno comprometida con este propósito, es actuar de manera consistente con el logro de sus objetivos, manteniendo comunicación constante con el Gobierno, el Poder Legislativo y el público en general.

En este sentido, consistente con el esquema de política monetaria que se adoptó formalmente en los primeros años de este siglo —conocido como objetivos de inflación—, el Banco de México ha venido mejorando constantemente la comunicación con el público. Todo ello ha contribuido a la buena imagen y credibilidad que actualmente tiene la institución, aunque obviamente el elemento más importante es el cumplimiento de sus objetivos fundamentales, la preservación del poder de compra de la moneda nacional y la estabilidad financiera.

Paso ahora a tocar el tema de objetivos de inflación.

Como mencionó Miguel Mancera, el tránsito de un régimen cambiario de desliz preanunciado a uno de libre flotación a fines de 1994 fue sumamente traumático para muchos sectores de la economía, ya que implicó una depreciación muy pronunciada del tipo de cambio.

La decisión de flotar el peso no fue el resultado de comparar las ventajas de distintos regímenes cambiarios: flotación *versus* un régimen preanunciado. Nos fuimos a flotar porque se agotaron las reservas internacionales, pero se pensó que una vez restablecido un nivel adecuado de reservas migraríamos a un régimen más predecible.

Hay que acordarse que en aquellos años ninguna economía emergente tenía un tipo de cambio flexible; es decir, no existía un país en desarrollo con un sistema de flotación. Los habían adoptado temporalmente ante problemas como la crisis como la que tuvo México, pero luego se reestablecieron regímenes prefijados.

Entonces, había serias dudas sobre la viabilidad de la flotación del tipo de cambio en México. Incluso se llegaron a considerar algunas propuestas de establecer una caja de conversión similar a la que operaba en Argentina, idea que afortunadamente fue rechazada.

Entonces, las autoridades se dieron a la tarea de construir la infraestructura financiera para un funcionamiento más

En this regard, consistent with the monetary policy framework that was formally adopted during the first years of this century, known as inflation targeting, Banco de México has been continuously improving its communication with the public. All of this has contributed to the institution's current good image and credibility, although the most important element is obviously the compliance with its main targets; that is, ensuring the preservation of the national currency's purchasing power, and financial stability.

I will now talk about inflation targeting.

As Miguel Mancera mentioned, the transition from a pre-announced crawling-peg exchange-rate regime to a free-floating one at the end of 1994 was extremely traumatic for many economic sectors, because it implied a very strong depreciation of the exchange rate.

The decision to allow the peso to float did not come about by comparing the advantages of different exchange-rate regimes, a floating *versus* a pre-announced regime. We decided to float because international reserves were depleted. But, we thought that, once an appropriate level of reserves was re-established, we would migrate to a more predictable regime.

We must remember that no emerging economy had a flexible exchange rate back in those years, i.e., there were no developing countries with a floating regime. Instead, it used to be adopted temporarily to address problems such as the crisis in Mexico, but then, the predetermined regimes were re-established.

So, there were serious doubts about the viability of the floating exchange rate in Mexico. Proposals to establish a currency board arrangement similar to the one in Argentina were even considered. Fortunately, this idea was rejected.

Then, the authorities were given the task to build the financial infrastructure for a more efficient functioning of the foreign exchange market, thus promoting, among other elements, the establishment of a derivatives market that increased the depth of the foreign exchange market and the futures market. Nowadays, the Mexican peso is the second most quoted and used currency among emerging economies, following the Chinese yuan.

eficiente del mercado cambiario, promoviendo, entre otros temas, el establecimiento de un mercado de derivados que aumentó la profundidad del mercado cambiario y el mercado de futuros. Hoy, el peso mexicano es la segunda moneda más cotizada y utilizada entre las economías emergentes, después del yuan chino.

Hacia finales de los noventas, las discusiones sobre el marco de la conducción de la política monetaria fueron convergiendo hacia el establecimiento de un esquema de objetivos de inflación.

En una primera etapa se fijaron metas anuales intermedias de inflación que buscaban ajustar expectativas a una trayectoria de inflación descendente, considerando que los niveles todavía eran muy altos. La inflación fue de 18% en 1998.

En el año 2000, el Banco de México hizo el anuncio formal de que adaptaría el sistema de objetivos de inflación en 2003, año en el que se fijó en una meta de 3% con un rango de variabilidad de más/menos 1%. El Banco comenzó a publicar los informes trimestrales sobre la inflación, también en el año 2000.

En estos reportes, el Banco de México pudo establecer una narrativa sistemática sobre las perspectivas de evolución de la economía mexicana, los riesgos que se vislumbraban sobre la actividad económica y sobre el comportamiento futuro de la inflación. También le permitieron articular la forma en que el Banco anticipaba la materialización de esos riesgos y establecer cómo adecuaría la política monetaria para mantener ancladas las expectativas de inflación. En pocas palabras, se comenzó a hacer pública la función de reacción de la política monetaria.

También se establecieron a lo largo del tiempo diversos mecanismos para informar al público y a los participantes en los mercados sobre la conducción de la política monetaria; estos incluyeron la publicación de fechas fijas para las reuniones de la Junta de Gobierno, conferencias de prensa, publicación de minutas y la diseminación de estudios técnicos sobre temas económicos y financieros relevantes para la política monetaria.

La conducción de la política monetaria y el esquema de objetivos de inflación lograron estabilizar la economía y crearon las condiciones para el desarrollo de los mercados financieros. Entre 2003 y 2018 la inflación promedio

Towards the end of the 1990s, discussions about the framework for monetary policy conduction were centered on establishing an inflation-targeting regime.

At an early stage, intermediate annual inflation targets were set seeking to adjust expectations to a downward inflation trajectory, considering that the levels were still very high. Inflation marked 18% in 1998.

In 2000, Banco de México announced formally that it would implement the inflation-targeting framework in 2003, year in which a 3% target was set with a tolerance range of plus/minus 1%. During 2000, the bank also began publishing quarterly inflation reports.

In these reports, the bank managed to establish a systematic narrative on the outlook for the Mexican economy, the possible risks to economic activity, and the future behavior of inflation. These reports also helped to articulate the way the bank could anticipate the materialization of these risks and how it would adapt monetary policy to keep inflation expectations anchored. In short, the monetary policy reaction function began to go public.

Over time, a number of mechanisms to inform both the public and market participants about monetary policy implementation was established as well. These included publishing fixed dates for governing board meetings, press conferences, and releasing the minutes of the governing board's meetings regarding monetary policy decisions, as well as technical studies on economic and financial subjects relevant to monetary policy.

Monetary policy implementation and the inflation-targeting regime managed to stabilize the economy and created the conditions for the development of financial markets. Between 2003 and 2018, the average inflation rate was 4.1%. During the decade prior to the adoption of the formal targeting regime, inflation was, on average, 19%. Currently, inflation is at 3%, which is consistent with Banco de México's target.

I will not go into details, but these developments generated a series of benefits such as a significant reduction of real and nominal interest rates; a deeper and more efficient financial system; lower volatility of different macroeconomic aggregates, such as consumption, investment, and production; greater credit availability, even though it remains

fue de 4.1%; la década anterior a la adopción del esquema formal de objetivos, la inflación había sido de 19% en promedio. Actualmente, la inflación es de 3%, consistente con la meta del Banco de México.

Hay una serie de beneficios que se han derivado de esto. No voy a entrar en detalles, pero se ha logrado una reducción muy importante de las tasas de interés reales y nominales; un sistema financiero más eficiente y profundo; menor volatilidad de los diversos agregados macroeconómicos como consumo, inversión y producción; mayor disponibilidad de crédito —aunque todavía es insuficiente— y más recursos y alternativas de financiamiento para la realización de proyectos de largo plazo.

La crisis financiera mundial de 2008-2009 fue un reto muy importante para la economía mexicana y el sistema financiero. En la parte más álgida de la crisis, hasta finales de 2008, el tipo de cambio se depreció en más de 50%; luego regresó, pero se llegó a depreciar hasta un 50%. La inflación se incrementó por encima de 6% y, sin embargo, las expectativas de largo plazo permanecieron ancladas. Creo que este fue el primer gran reto de este esquema de objetivos de inflación ante una crisis global.

Por primera vez se pudieron instrumentar políticas contracíclicas para atenuar la desaceleración económica. El Banco de México redujo casi a la mitad la tasa de interés, de 8.25 a 4.5%, en el primer semestre de 2009.

El Banco de México entendió, al igual que otros bancos centrales de países emergentes y mucho antes que sus contrapartes en países desarrollados, que la política monetaria y las medidas macroprudenciales van de la mano.

Paso ahora a la última parte de mi intervención, que son los retos que enfrentan actualmente los bancos centrales. Sobre todo en los países avanzados, estos retos son muy distintos a los que se enfrentaban antes de la crisis financiera global. Durante esta, los bancos centrales tomaron medidas extraordinarias a fin de evitar que el mundo cayera en una depresión prolongada. Además de reducir las tasas de referencia, los bancos centrales adoptaron medidas no convencionales como la compra masiva de bonos gubernamentales. Dichas medidas fueron efectivas para mitigar la contracción económica y restaurar el funcionamiento del sistema financiero global. Sin embargo, el

insuficiente; and more resources and financing alternatives for long-term projects.

The 2008-2009 global financial crisis posed a significant challenge for the Mexican economy and the financial system. During the most critical part of the crisis, towards the end of 2008, the exchange rate depreciated more than 50%, although it recovered later. Inflation exceeded 6%, yet long-term expectations remained anchored. I believe this was the first major challenge for the inflation-targeting regime in the face of a global crisis.

For the first time, countercyclical policies were implemented to mitigate the economic slowdown. Banco de México cut the interest rate almost by half, from 8.25 to 4.5% in the first half of 2009.

Just like other central banks in emerging economies, and long before their counterparts in advanced economies, Banco de México understood that monetary policy and macroprudential measures go hand in hand.

I will now move on to the last part of my speech, where I will address the challenges central banks currently face. Above all, in advanced economies, these challenges differ significantly from those observed before the global financial crisis. During such crisis, central banks resorted to extraordinary measures to save the world from falling into a long-lasting depression. Besides reducing the reference rates, central banks adopted unconventional methods such as the massive purchase of government bonds. These measures proved to be effective in mitigating the economic downturn and in restoring the functioning of the global financial system. Nevertheless, economic growth has been slow, inflation is lower than expected, and income distribution has worsened.

At the beginning, unconventional measures were criticized by broad sectors of public opinion, including distinguished economists, because the monetary expansion that was taking place would surely cause inflation. This, however, did not happen. On the contrary, inflation was too low and none of the main central banks in advanced economies reached their inflation targets of approximately 2%, which, paradoxically, prompted further criticism. This was mainly because real and nominal interest rates continue following a downward trend and, today, in advanced economies, the



Guillermo Ortiz

crecimiento económico ha sido lento, la inflación menor a la prevista y la distribución del ingreso ha empeorado.

Inicialmente las medidas no convencionales fueron criticadas por sectores amplios de la opinión pública, incluyendo economistas muy connotados, porque la expansión monetaria que se estaba dando seguramente provocaría inflación. Esta situación no se dio; al contrario, la inflación ha sido demasiado baja y ninguno de los principales bancos centrales de los países avanzados ha alcanzado su meta de inflación de alrededor de 2%, lo cual, paradójicamente, ha suscitado nuevas críticas. Ello, principalmente, porque las tasas de interés reales y nominales han continuado su tendencia a la baja y hoy en el mundo desarrollado el problema es enfrentar tasas cercanas a cero o negativas.

Según los críticos, los propios bancos centrales han propiciado estos niveles de tasa al no haber retirado a tiempo los estímulos monetarios. A pesar de que los bancos centrales han hecho varios intentos por normalizar la política monetaria, sus esfuerzos han sido frustrados porque la baja inflación y el crecimiento insuficiente obedecen a factores estructurales que reflejan probablemente un exceso de ahorro a nivel global, tal y como lo han señalado diversos actores.

El hecho está en que los bancos centrales están bajo presión, ya que Gobiernos y actores políticos populistas han capitalizado el descontento social por el bajo crecimiento en los ingresos y la desigualdad en la distribución del ingreso, culpando parcialmente a estas instituciones.

Es preocupante que el Banco Central más relevante para el mundo esté sufriendo ataques sistemáticos sin precedente por parte del Poder Ejecutivo.

Más allá de la presión política, una preocupación adicional en la circunstancia actual de tasas muy bajas o negativas, es la efectividad de la política monetaria para enfrentar la próxima recesión o la crisis que en algún momento se producirá.

Por ello, los bancos centrales están revisando su marco conceptual y operativo de la política monetaria, con el propósito, paradójicamente, de elevar expectativas inflacionarias y ampliar los márgenes de maniobra existentes. También se ha señalado, cada vez con mayor insistencia, la necesidad de proporcionar un mayor estímulo fiscal, preferiblemente en coordinación con los bancos centrales.

issue centers on the problem of dealing with negative or near-zero rates.

According to critics, central banks were the ones that caused these rate levels by not withdrawing the monetary stimuli on time. This happened despite the fact that central banks made several attempts to normalize monetary policy, which have failed because low inflation and insufficient growth are due to structural factors that probably reflect a global savings glut, as pointed out by different experts.

The fact is that central banks are under pressure, because the government and populist politicians have capitalized on social discontent caused by low income growth and unequal income distribution, partially blaming it on these institutions.

It is alarming that the most relevant central bank of the world is being subject to unprecedented systematic attacks from the executive branch.

Beyond political pressures, under the current circumstances of extremely low or negative rates, an additional concern is the effectiveness of monetary policy to tackle the next recession or crisis, which will occur at some point.

Central banks are therefore reviewing their monetary policy conceptual and operational frameworks, in order to raise inflation expectations, paradoxically, and broaden the existing margin of maneuver. The need to provide a greater fiscal stimulus, preferably in coordination with central banks, has also been pointed out more emphatically.

These circumstances pose the risk of creating more haze on the difference between monetary and fiscal policy, thus compromising the independence of central banks.

These topics will surely be discussed in the next sessions.

I conclude by mentioning that the scenario that central banks in emerging economies face is very different from that faced by their counterparts in advanced economies.

In the former ones, despite great progress in their battle against inflation, several countries still deal with this kind of pressures, and the inflation-targeting regime that has yielded such good results in most emerging economies, undoubtedly remains in force. This contrasts with the criticism of the inflation-targeting regime in advanced

Un riesgo de esta coyuntura es difuminar aún más la distinción entre la política monetaria y fiscal, comprometiendo la independencia de los bancos centrales.

Estos temas seguramente van a discutirse en las próximas sesiones.

Concluyo mencionando que el panorama que enfrentan los bancos centrales de países emergentes es muy diferente al de sus contrapartes en países desarrollados.

En los primeros, aunque se han hecho grandes avances en el combate a la inflación, varios países todavía enfrentan ese tipo de presiones, y el esquema de objetivos de inflación, que tan buenos resultados ha dado en la mayor parte de los países emergentes que lo ha adoptado, continúa ciertamente vigente. Esto contrasta con las críticas que se están dando al régimen de objetivos de inflación en los bancos centrales desarrollados porque no han conseguido su objetivo de 2%.

En general, en los países emergentes los bancos centrales continúan siendo instituciones respetadas, lo cual es sumamente importante, sobre todo en países que tienen un marco institucional débil.

En el caso de México, los últimos tres años han sido complicados. México ha sido sujeto de presiones externas geopolíticas, con temas relacionados con la guerra comercial, la revisión del Tratado de Libre Comercio para América del Norte, una actitud francamente difícil y hostil en materia de migración; en fin, una serie de problemas externos que estamos enfrentando. También, se ha elevado el grado de incertidumbre sobre la dirección de las políticas económicas. Todo esto ha configurado un entorno complicado para México y, si bien es cierto que este año el crecimiento de la economía será muy bajo, también es cierto que el comportamiento de la inflación ha estado muy en línea con los objetivos del Banco. De hecho, la inflación ya está en el objetivo del Banco de México y la volatilidad de las variables financieras en México ha sido mucho menor que la mayor parte de los países emergentes. Esto se debe, sin duda, a la buena actuación del Banco de México.

Por todo ello simplemente reitero la fundamental importancia de mantener esta autonomía.

economías' central banks, given that they have not managed to attain their 2% goal.

In general, central banks in emerging economies are still considered respected institutions, which is extremely important, especially in countries characterized by a weak institutional framework.

In Mexico's case, the last three years have been difficult. Mexico has been under external geopolitical pressure, in issues related to trade wars, the revision of the North American Free Trade Agreement, a frankly difficult and hostile attitude regarding migration, in short, in a number of external issues we are currently facing. Additionally, the level of uncertainty regarding the direction of economic policies has increased. All of this has shaped a complicated environment for Mexico and, even though it is true that this year's economic growth will be very low, it is also true that inflation has performed very in line with the bank's target. In fact, it is already at Banco de México's target, and the volatility of financial variables in Mexico has been much lower compared to that of most emerging economies. This is undoubtedly due to Banco de México's good performance.

For all of these reasons, I reiterate the fundamental importance of maintaining this autonomy.

AGUSTÍN CARSTENS

EXGOBERNADOR,
BANCO DE MÉXICO;
DIRECTOR GENERAL,
BANCO DE PAGOS
INTERNACIONALES

I. Introducción

Quisiera iniciar extendiéndole una calurosa felicitación al Banco de México por estos primeros veinticinco años de autonomía. Pero me gustaría ir más allá. La celebración no debe estar circunscrita al cumpleaños mismo, sino que debe incluir a todos esos años de ejercicio continuo, efectivo, responsable y exitoso de la autonomía.

Durante ese lapso de tiempo, el Banco ha actuado escrupulosamente, al haber implementado una política monetaria orientada a la consecución del objetivo prioritario que le marca la Constitución¹, el de procurar una inflación baja y estable. Más aún, las medidas de política que ha adoptado el Instituto Central siempre han observado la limitación clave que la Constitución también le señala, en el sentido de que no le puede extender financiamiento inflacionario al Gobierno federal.

Los resultados no se han hecho esperar. A través de los años, desde que entró en vigencia la autonomía del Instituto Emisor en 1994, la inflación en México ha mostrado una reducción significativa, al igual que su volatilidad y persistencia. Estos logros, junto con una política monetaria bien comunicada, han redundado en un anclaje efectivo de las expectativas de inflación a niveles cercanos al nivel objetivo determinado por el mismo Banco, lo que a su vez se ha reflejado en un abatimiento de las tasas de interés nominales

¹ DOF, "Decreto por el que se reforman los artículos 28, 73 y 123 de la Constitución Política de los Estados Unidos Mexicanos".

AGUSTÍN CARSTENS

FORMER GOVERNOR,
BANCO DE MÉXICO;
GENERAL MANAGER,
BANK FOR INTERNATIONAL
SETTLEMENTS

I. Introduction

I would like to begin by warmly congratulating Banco de México on its first 25 years of independence. But I would like to go further. The celebration should not be limited to the anniversary itself, but should also include all those years of continuously, effectively, responsibly, and successfully exercising this autonomy.

Throughout these years, the bank has acted conscientiously by implementing a monetary policy aimed at achieving the primary mandate established for it by the Constitution:¹ ensuring low and stable inflation. Moreover, the policy measures taken by the bank have always been in line with the key limitation the Constitution sets for it, in the sense that it cannot extend inflationary financing to the federal government.

The results have rapidly materialized. In the years since the central bank's autonomy came into effect in 1994, inflation in Mexico has been reduced significantly, as have its volatility and persistence. These achievements, together with a well-communicated monetary policy, have led to an effective anchoring of inflation expectations at levels close to the target determined by the bank, which has in turn been reflected in lower real and nominal medium- and long-term interest rates. This has surely made the country more economically efficient, as less uncertainty about inflation makes

¹ See Official Gazette of the Federation, "Decree amending Articles 28, 73 and 123 of the Mexican Constitution", 1993 (in Spanish only).



Agustín Carstens

y reales de mediano y largo plazo. Lo anterior seguramente ha producido una mayor eficiencia económica en el país, pues al prevalecer una menor incertidumbre inflacionaria las señales que emiten las variaciones de precios relativos son mucho más claras, permitiendo una mejor asignación de recursos escasos entre usos alternativos y en la dimensión intertemporal.

Esto favorece un mayor ahorro y de mejor calidad, lo que impulsa la inversión y el consumo de bienes duraderos. El resultado final ha sido un crecimiento económico más alto —si bien no suficiente—, la creación de mayor empleo, la reducción de la pobreza extrema y una mejor distribución del ingreso.

De ahí que se diga que mantener una inflación baja y estable no es un fin en sí mismo, sino un medio para conseguir objetivos complementarios en términos de bienestar para la población. Esto subraya la importancia de la autonomía del Banco de México y de su ejercicio responsable.

Ahora bien, ¿qué es lo que hace que la autonomía de un banco central funcione? Esta tiene cuatro dimensiones relevantes: legal, económica, social y política. Todas estas dimensiones en principio deberían apoyarse entre sí e interactuar de manera virtuosa para que la autonomía surta los resultados deseados. De la experiencia del Banco de México se pueden extraer enseñanzas que nos den luz sobre cómo se genera este proceso virtuoso. Dedicaré el resto de mi intervención a exponer cuatro lecciones torales que en lo personal he identificado.

II. Cuatro lecciones derivadas de veinticinco años de autonomía

Primera. *Una autonomía efectiva requiere de un gran apoyo social y político.*

La autonomía de un banco central es primordialmente un fenómeno político, además de ser una solución técnica al problema de cómo procurar eficientemente una inflación baja y estable. Es decir, consagrar en la Constitución la creación de una institución dentro del Estado comprometida a preservar el poder adquisitivo de la moneda nacional es una expresión política categórica de la sociedad en su conjunto, que refleja la importancia que se le atribuye a proteger a la

the signals from relative price adjustments much clearer. This facilitates better allocation of scarce resources among different uses and over time.

This favors more and better-quality savings, spurring investment and the consumption of durable goods. The end result has been higher —albeit insufficient— economic growth, job creation, the reduction of extreme poverty, and better income distribution.

For these reasons, it is said that maintaining low and stable inflation is not an end in itself, but a means to achieve higher goals in terms of public welfare. This highlights the importance of Banco de México's independence and its responsible implementation.

What makes central bank independence work? There are four relevant dimensions: legal, economic, social, and political. In principle, they should support each other and interact in a virtuous way to produce the desired results. We can glean lessons from Banco de México's experience that shed light on the way this virtuous process occurs. In the rest of my speech, I will set forth four key lessons which I personally have identified.

II. Four lessons from 25 years of central bank independence

One. *Effective independence requires extensive social and political support.*

Central bank autonomy is, first and foremost, a political phenomenon, in addition to a technical solution to the problem of how to efficiently achieve low and stable inflation. The creation of a state institution committed to preserving the currency's purchasing power, and that is enshrined in the Constitution, is a categorical political expression by society as a whole, which reflects the importance of protecting it from the harmful effects of disorderly inflation. This expression is underpinned by the collective memory of the distress experienced in times of high inflation, fiscal disorder, and financial instability. We must remember that, among other adverse effects, inflation is a highly regressive tax, as it affects the most those who have the least.

población en general del lacerante efecto de una inflación desordenada. Esta expresión se sustenta en la memoria colectiva sobre el desasosiego vivido en épocas de inflaciones altas, desorden fiscal e inestabilidad financiera. Hay que recordar, entre otras secuelas, que la inflación es un impuesto altamente regresivo, pues incide mayormente sobre los que menos tienen.

Uno podría pensar que la convicción social sobre las inconveniencias de una inflación descontrolada es muy sólida, arraigada, difícil que cambie en el futuro. Pero no hay que confiarse. El banco central podría ser víctima de su propio éxito. Es un gran reto inculcarles la citada convicción a las nuevas generaciones. En México, aproximadamente 35% de la población no ha vivido en épocas de inflación alta, de dos o más dígitos.

De ahí que sea indispensable que el Banco de México no ciegue en sus esfuerzos de recordarle a la población, y en particular a las generaciones jóvenes, sobre las bondades de una economía sin problemas inflacionarios. Alimentar esa convicción es la mejor manera de mantener viva la autonomía.

Segunda. *El banco central debe coadyuvar con el Gobierno en la consecución de objetivos económicos más amplios, en la medida en que el cumplimiento de su mandato se lo permita.*

Por virtud de la autonomía, al banco central, siendo un órgano del Estado, se le delega el ejercicio de algunas políticas económicas: la principal es la monetaria, pero por lo general también se incluyen algunos aspectos de la política cambiaria y de la regulación y supervisión del sistema financiero. Dicha delegación está dirigida a la consecución del objetivo prioritario plasmado en ley, además de venir acompañada de una sólida gobernanza de la institución y de un claro régimen de rendición de cuentas al Poder Legislativo y a la sociedad en general.

Como ya he mencionado, la procuración de una inflación baja y estable coadyuva a la consecución de objetivos económicos más amplios como un crecimiento económico acelerado y sostenido, un menor desempleo, una mejor distribución del ingreso y al abatimiento de la pobreza. Esto podría interpretarse como si el banco central tuviera que preocuparse únicamente y de manera rígida por el cumplimiento de su mandato prioritario. Sin embargo,

One might think that society's conviction that uncontrolled inflation is undesirable is very strong, deeply rooted, and unlikely to change. However, we should not take this for granted. The central bank could fall victim to its own success. Instilling that conviction in subsequent generations is a great challenge. Around 35% of the Mexican population has never lived through times of high inflation, with double or even higher digits.

It is thus essential that Banco de México does not flag in its efforts to remind the population, in particular the younger generations, about the benefits of an economy free from inflationary problems. Nurturing that conviction is the best way to keep central bank independence alive.

Two. *The central bank should help the government achieve broad economic goals to the degree that compliance with its mandate allows.*

As a state body that has been granted independence, the central bank is entrusted with certain economic policies, mainly monetary policy, but also with some aspects of exchange rate policy and financial system regulation and supervision. The goal is to achieve the central bank's primary mandate established by law. The conferral of these functions comes hand in hand with sound governance principles and a clear regime of accountability to the legislative branch and society as a whole.

As I have mentioned, ensuring low and stable inflation helps to achieve broader economic objectives, such as a more rapid and sustained economic growth, lower unemployment, better income distribution, and reduced poverty. This could be interpreted as if the central bank should focus solely and rigidly on the achievement of its primary mandate. However, there could be circumstances in which the central bank could be somewhat flexible in helping the government pursue better economic performance, leading to greater societal benefits. If the central bank can influence in this way, without jeopardizing the achievement of its primary mandate, it should do so. This approach would strengthen social and political support for its independence.

I am aware that this approach is not easy, and it certainly involves risks. If applied incorrectly, it could undermine the central bank's credibility. It is thus important to act very

podrían presentarse circunstancias en las que el banco central pudiera ser un tanto flexible en coadyuvar con el Gobierno en perseguir un mejor desempeño de la economía nacional, propiciando mayores beneficios para la sociedad. Si el instituto emisor tiene la capacidad de influir de esa manera, sin poner en riesgo el cumplimiento de su objetivo prioritario, debería actuar en consecuencia. Esta actitud reforzaría el apoyo social y político a su autonomía.

Estoy consciente de que la propuesta no es una tarea fácil, y mucho menos está exenta de riesgos. Mal aplicada podría minar la credibilidad del banco central. Por tanto, habría que actuar con mucha cautela y prudencia. El reto consiste en poder identificar adecuadamente las circunstancias en las que el banco central puede hacer una interpretación amplia y flexible pero responsable de lo que representa el cumplimiento de su mandato.

Quisiera ilustrar lo expuesto mediante tres ejemplos:

- Si la inflación se encuentra claramente por debajo del objetivo establecido, el banco central podría adoptar una política monetaria más laxa. Esto sería una señal de que el instituto central mantiene una actitud simétrica en respuesta a desviaciones positivas o negativas de la inflación observada con respecto a su meta.
- Con frecuencia se presentan circunstancias en las que, derivadas de choques de oferta, variaciones adversas de precios relativos pueden generar aumentos en la inflación medida. Hay que recordar que la inflación es un aumento generalizado en el nivel general de precios. Por tanto, en principio, el banco central podría no verse en la necesidad de responder ante el escenario descrito mediante una política monetaria más astringente, en particular si las variaciones abruptas de precios relativos no afectan las expectativas de inflación de mediano plazo. En estas circunstancias, lo más probable es que la desviación de la inflación respecto a su objetivo sea transitoria, por lo que una respuesta de política no sería necesaria. Incluso, el impacto de dicha política en la economía es rezagado, surtiendo efecto una vez que el choque de oferta en la inflación ya se haya desvanecido. La credibilidad del banco central y una política de comunicación efectiva serían esenciales para asegurar un buen resultado final.

cautiously and prudently. The challenge is to appropriately identify the circumstances in which the central bank can interpret its mandate broadly and flexibly, but at the same time, responsibly.

Allow me to illustrate this with three examples:

- If inflation is clearly below target, the central bank could loosen its monetary policy. It would thus signal that it takes a symmetrical approach to positive and negative deviations of observed inflation from its target.
- Frequently, adverse variations in relative prices stemming from supply shocks can cause measured inflation to rise. We must remember that inflation is a generalized increase in prices. Thus, in principle, the central bank might not need to respond by tightening monetary policy, especially if the abrupt variations in relative prices do not affect medium-term inflation expectations. In such a case, the deviation of inflation from its target would most likely be transitory, and thus a policy response would be unnecessary. In fact, that policy response would affect the economy with a lag, only once the supply shock subsided. Central bank credibility and an effective communication policy would be essential to ensure a good outcome.
- In contrast, at times it could be appropriate to tighten monetary policy even if the path of actual and expected inflation were not incompatible with achieving the target. Financial market exuberance could herald instability down the line, which could have severe repercussions for economic activity and inflation. This situation could justify the adoption of a tighter monetary policy intended to take some of the shine off the overflowing optimism in financial markets, even if the foreseeable path of inflation does not suggest it. In this case, in the absence of a more prudent monetary policy, an inflationary surprise could occur later on, accompanied by an abrupt deceleration of economic activity, which would certainly justify immediate action by the central bank.

The underlying message is clear: the central bank should not react mechanically to deviations from its inflation target. The national and international macroeconomic context

- En contra, también podrían surgir episodios en los que pudiera ser conveniente adoptar una postura de política monetaria más restrictiva, aún si el comportamiento de la inflación contemporánea y la esperada no esté desalineado con el cumplimiento del objetivo. Exuberancia en los mercados financieros podría augurar desestabilización en el futuro, lo cual podría tener repercusiones severas en el comportamiento de la actividad económica y de la inflación. Esta circunstancia podría justificar la adopción de una política monetaria más restrictiva, con el objeto de quitarle brío al optimismo desbordado en los mercados financieros, aún si el desempeño previsible de la inflación no la sugiera. En este caso, en ausencia de una política monetaria más prudente, podría presentarse una sorpresa inflacionaria en un horizonte más amplio acompañada de una abrupta desaceleración de la actividad económica, lo que ciertamente justificaría el actuar inmediato del banco central.

El mensaje de fondo es claro: el banco central no debe tener un enfoque mecanicista con respecto a sus reacciones ante desviaciones —o la ausencia de ellas— de su meta de inflación. El contexto macroeconómico nacional e internacional siempre es importante para una conducción afinada de la política monetaria, la cual tiende a producir resultados integrales más positivos para la sociedad, reafirmando así el valor de la autonomía. Es mi parecer que, en términos generales, el Banco de México ha seguido esta pauta.

Tercera. *La coordinación de políticas macroeconómicas es fundamental para conseguir una inflación baja y estable.*

Esta es la consecuencia lógica de una condición inescapable: la política monetaria no actúa en el vacío. Si bien la política monetaria es aquella que en principio tiene el mayor peso en la determinación de la inflación, otras políticas también inciden sobre ella, al igual que fenómenos que no tienen un estricto perfil monetario y financiero, como por ejemplo la globalización y el acelerado cambio tecnológico. De hecho, la eficiencia en términos de crecimiento económico con la que se puede lograr una inflación baja y estable es mucho mayor si se aprovechan las sinergias entre las diversas políticas económicas y si se reconocen las limitaciones de cada una de ellas. En pocas palabras, como país se debe aspirar a

is always important for fine-tuning monetary policy, which tends to produce better overall results for society. Those good outcomes confirm the value of central bank independence. In my opinion, Banco de México has overall followed this approach.

Three. *Economic policy coordination is fundamental to achieve low and stable inflation.*

This is the logical consequence of an inevitable fact: monetary policy does not operate in a vacuum. Even though, in principle, it is the policy that affects inflation the most, other policies also do. And factors that are not strictly monetary or financial in nature, such as globalization and the rapid pace of technological change, play a role as well. In fact, low and stable inflation can be achieved much more rapidly if the synergies between different economic policies are exploited and their limitations are acknowledged. In sum, countries should strive for a consistent macroeconomic framework that allows them to reach their potential growth with low and stable inflation. To achieve this, they should seek to coordinate as much as possible, at the very least, monetary, fiscal, exchange rate, financial, trade, and competition policies.

Both in the explanatory memorandum of the constitutional reform that granted independence to Banco de México,² as well as in the bank's Law itself,³ the importance of coordination between monetary policy and the rest of economic policies is acknowledged. In fact, Banco de México's Law specifies the following instances of coordination:

- The Foreign Exchange Commission, comprised by the secretary of Finance and Public Credit, high-level officials from the Ministry of Finance and Public Credit, Banco de México's governor, and two governing board members.
- A permanent invitation to the secretary of Finance and Public Credit and the undersecretary of Finance and Public Credit to attend the governing board meetings, with voice but without vote.

² Explanatory memorandum of the reform that amended articles 28, 73, and 123 of the Mexican Constitution.

³ Banco de México's Law.

tener un marco macroeconómico congruente que permita alcanzar el crecimiento potencial con una inflación baja y estable, por lo cual se debe buscar la máxima coordinación cuando menos entre las políticas monetaria, fiscal, cambiaria, financiera, comercial y de competencia económica.

Tanto en la Exposición de Motivos² de la reforma constitucional que le dio vida a la autonomía del Banco de México, como en la propia Ley del Banco³, se reconoce la importancia de la coordinación de la política monetaria con el resto de las políticas económicas. De hecho, la propia Ley del Banco y otras leyes, prevén varias instancias específicas de coordinación. Entre ellas destacan:

- La Comisión de Cambios, integrada por el secretario y los altos funcionarios de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público y por el gobernador del Banco y dos miembros de la Junta de Gobierno.
- La invitación permanente al secretario y subsecretario de Hacienda a que asistan a las sesiones de la Junta de Gobierno, con voz pero sin voto.
- La participación de miembros de la Junta de Gobierno en los órganos de gobierno de las comisiones reguladoras del sistema financiero.
- La incorporación del gobernador y otros miembros de la Junta al Consejo de Estabilidad Financiera, presidido por el secretario de Hacienda.

En resumidas cuentas, la autonomía del Banco Central no lo condena al aislamiento. Esto ha quedado claro durante los últimos veinticinco años. En este período se ha consolidado un entorno de inflaciones bajas y estables en el país. No cabe duda que la política monetaria ha hecho su parte, pero los resultados obtenidos también son reflejo de una coordinación efectiva con otras instancias de Gobierno.

Cuarta. *La comunicación es un instrumento de política monetaria, por lo que debe ser parte integral del actuar del banco central.*

Para que la sociedad crea en la autonomía y la apoye, antes la debe entender. Para que la entienda, el banco central

- The participation of governing board members in the governing bodies of the financial system supervisory commissions.
- The participation of governing board members in the Financial Stability Council, chaired by the secretary of Finance and Public Credit.

In short, the central bank's independence does not condemn it to isolation. This has been clear over the past twenty-five years. During this time, a low and stable inflation environment has been attained. Without a doubt, monetary policy has played its part; nevertheless, the results also reflect effective coordination with other government agencies.

Four. *Communication is a monetary policy tool that should be an integral part of a central bank's actions.*

In order for society to believe in and support central bank independence, it must first understand it. For this to happen, the central bank has to explain clearly and tirelessly what it does, how policy tools work, how it expects its actions to produce the desired effect, and the environment in which it is operating. It should also explain its limitations and what is beyond its reach. This cannot be achieved without a good communication strategy.

When Banco de México's autonomy was designed, a quasi-fixed exchange rate regime was in effect, in which the nominal anchor of the economy—the exchange rate itself—was quite obvious. Against this backdrop, monetary policy implementation was relatively simple, and in principle there was little to communicate. However, things changed drastically when Mexico adopted a flexible exchange rate regime and later on an inflation-targeting regime. With this approach, communication is vital to ensure monetary policy's effectiveness, since the effective anchoring of inflation expectations relies on how the central bank guarantees its credibility through its actions and the results obtained. It goes without saying that communication is also key for accountability, which is one of the cornerstones of central bank independence.

² Exposición de Motivos de la iniciativa de decreto por el que se reforman los artículos 28, 73 y 123 de la Constitución Política de los Estados Unidos Mexicanos.

³ Ley del Banco de México.

debe explicar clara e incansablemente qué es lo que hace, cómo funcionan sus instrumentos de política, cómo espera que sus acciones surtan el efecto deseado y cuál es el entorno en el que opera. También debe explicar al público sus limitaciones y lo que está fuera de su alcance. Esto no se puede lograr sin una buena estrategia de comunicación.

Cuando la autonomía del Banco de México se diseñó, estaba vigente un régimen de tipo de cambio predeterminado, por lo que el ancla nominal de la economía —el propio tipo de cambio— era muy obvio. En ese entorno, el accionar de la política monetaria era relativamente simple, y en principio no había mucho que comunicar. Pero el escenario cambió drásticamente cuando pasamos a un régimen de tipo de cambio flexible y a la postre cuando se adaptó un arreglo monetario de objetivos de inflación. En este esquema, la comunicación es esencial para asegurar la efectividad de la política monetaria, pues todo depende del anclaje efectivo de las expectativas de inflación mediante la credibilidad generada por el banco central a través de sus acciones y de los resultados obtenidos. Sobra decir que la comunicación es clave también para la rendición de cuentas, piedra angular de la autonomía.

III. Conclusión

La autonomía del Banco de México ha funcionado bien, fundamentalmente por el ejercicio diligente de ella. Los beneficios para la sociedad han sido patentes y muy significativos. Creo que no exagero al decir que el otorgamiento de la autonomía a nuestro Instituto Central ha sido una de las más exitosas reformas estructurales que se ha llevado a cabo en el país durante las últimas décadas. Por eso celebro sus veinticinco años de vigencia y hago votos para que siga protegiendo a la sociedad mexicana por muchos años más.

III. Conclusion

Banco de México's independence has functioned well, basically because it has been exercised diligently. The benefits to society have been clear and very significant. I do not think I exaggerate when I say that the granting of autonomy to Mexico's central bank has been one of the most successful structural reforms implemented in the country in recent decades. That is why I celebrate the bank's twenty-five years of independence and hope that it will continue to safeguard the Mexican people for many years to come.



De izquierda a derecha: Miguel Mancera y Agustín Carstens

From left to right: Miguel Mancera and Agustín Carstens

ALEJANDRO DÍAZ DE LEÓN

GOBERNADOR,
BANCO DE MÉXICO

PALABRAS DE CIERRE DE LA PRIMERA SESIÓN

Ya los exgobernadores Mancera, Ortiz y Carstens han hecho un extraordinario recuento de la naturaleza, historia y evolución de la autonomía del Banco de México, sobre lo cual me gustaría recapitular en torno a algunos aspectos.

La aspiración a procurar la estabilidad y la certidumbre en la emisión monetaria

La estabilidad en la provisión de moneda nacional y el mantenimiento de su poder adquisitivo constituyen un indicador fundamental del desarrollo institucional de un país.

Desde los inicios de la vida independiente en México, una aspiración recurrente era la creación de una instancia de emisión que dotara de moneda a la economía nacional y que, en esa función, procurara la aceptación de su circulación y la estabilidad de su poder adquisitivo.

Dada la constante inestabilidad política y enfrentamientos bélicos que vivió México durante la mayor parte del siglo XIX y principios del XX, resultaba sumamente complejo crear un sistema estable de emisión monetaria. Por eso, el dinero fiduciario no llegó a arraigarse y fue frecuentemente rechazado, obligando, en ocasiones, a retroceder a modalidades de intercambio más arcaicas.

ALEJANDRO DÍAZ DE LEÓN

GOVERNOR,
BANCO DE MÉXICO

FIRST SESSION CLOSING REMARKS

Former Governors Mancera, Ortiz, and Carstens have already given an extraordinary account of the nature, history and evolution of Banco de México's autonomy. In line with this, I would like to recap some ideas.

The aspiration to attain stability and certainty in currency issuance

Stability in supplying domestic currency and maintaining its purchasing power are key indicators of a country's institutional development.

Since the early stages of Mexico's independent life, a permanent aspiration has been the creation of an issuing authority that would provide the Mexican economy with currency and that, in such role, would also pursue the acceptance and purchasing power stability of its currency.

Given the continuous political instability and war confrontations that Mexico experienced in most of the nineteenth and early twentieth centuries, creating a stable system of monetary issuance became a very complex task. For this reason, fiat money did not take hold and was frequently rejected, forcing the economy to retreat at times to more archaic exchange arrangements.

Fue hasta la Constitución de 1917 cuando se pudo alcanzar un consenso social para incorporar el mandato de crear un banco del Estado con el monopolio de la emisión de billetes.

Desde sus inicios, se buscaba un equilibrio entre su carácter de institución del Estado y la posibilidad de que mantuviera independencia en su accionar respecto a las necesidades gubernamentales más inmediatas.

De hecho, en la exposición de motivos de la Ley Constitutiva de Banco de México de 1925 se reconocía: *“Hay efectivamente, en un banco controlado por el Gobierno, el gravísimo peligro de que el interés político pueda predominar en un momento dado sobre el interés público, es decir, que el gobierno represente el interés de los hombres que pertenecen al partido que lo constituye y prescindan del interés nacional”*.

Por eso, dicha Ley incorporaba cierta independencia entre el Banco y el Gobierno federal. Así, por ejemplo, se estipuló que los miembros del consejo de administración no podrían ser funcionarios públicos, se establecieron medidas para procurar la prudencia en la creación de dinero, y se determinó un límite claro al financiamiento del Banco de México al Gobierno.

Tanto en 1928 como en 1936 se establecieron requisitos más estrictos para que el Banco pudiera aumentar la emisión de circulante o conceder créditos al Gobierno federal.

Sin embargo, estas restricciones encontraron fuerte oposición en el poder público y propiciaron reformas que, en 1938 y 1941, revirtieron significativamente esa independencia en su gestión, e inclusive se otorgaron facultades al Gobierno para nombrar y remover discrecionalmente a los funcionarios del Instituto Central.

Este episodio refleja cómo en ocasiones, a pesar de tener claro el arreglo institucional más conveniente, este puede llegar a pasar a segundo plano respecto a los imperativos políticos del momento.

La etapa de concurrencia de enfoques y autonomía de facto

A pesar de que el arreglo legal e institucional vigente en ese entonces no era favorable a la estabilidad de precios,

It was not until the 1917 Constitution that a social consensus was reached to implement the mandate to create a state bank that would monopolize banknote issuance.

From the beginning, a balance was sought between the bank's nature as a state institution and the possibility of maintaining the independence of its actions with respect to the most paramount government needs.

In this regard, the explanatory statement of Banco de México's Constitutive Law of 1925 acknowledged: “There is indeed, with a government-controlled bank, a serious danger of having political interests prevail at a given moment over the public interest, that is to say, that the government represents the interest of men belonging to the ruling party, leaving aside the country's national interest”.

For this reason, said law granted the bank a certain degree of independence from the federal government. For example, the members of the board of directors could not be public officials, measures were established to pursue prudence in the creation of money, and a clear limit was set regarding Banco de México's financing to the government.

In 1928 and 1936, more rigorous requirements were put in place so that the bank could increase money issuance or grant credit to the federal government.

These restrictions, however, faced strong opposition from the government at the time and led to reforms that, in 1938 and 1941, significantly reversed the bank's management independence and even empowered the government to appoint and remove officials from the central bank discretionally.

This episode reflects how, at times, despite envisioning and having an unequivocal idea of the most convenient institutional arrangement, such arrangement can be overshadowed by the political imperatives ruling at the moment.

The stage of framework concurrence and de facto autonomy

Although the legal and institutional arrangement in force at the time did not favor price stability, in the period known as “stabilizing development”, from the mid-1950s to 1970,



Alejandro Díaz de León

durante el periodo conocido como “desarrollo estabilizador”, de mediados de los cincuenta hasta 1970, hubo coincidencia entre las autoridades fiscales y monetarias y se mantuvieron políticas macroeconómicas prudentes y coordinadas, que permitieron una larga etapa de crecimiento sostenido con baja inflación.

En estos años, el Director del Banco Central, Rodrigo Gómez y el Secretario de Hacienda y Crédito Público, Antonio Ortiz Mena, concebían la estabilidad de precios como un requisito fundamental del desarrollo sostenible.

Con la aplicación de esta visión se logró mantener una inflación baja y fue posible que, durante poco más de tres lustros, el país creciera a tasas superiores a 6% anual, con una amplia generación de empleos.

Este periodo sostenido de crecimiento ilustra la importancia de procurar la estabilidad de precios como política de Estado, tendiente a crear cimientos sólidos y de largo plazo para un desarrollo económico más dinámico e inclusivo.

Desgraciadamente, esta estrategia fue revertida en los años siguientes, dejando en claro que la estabilidad de precios no puede depender solo de las posibles coincidencias entre las personas responsables de la política fiscal y monetaria.

Las crisis de los años setenta y ochenta y el camino a la autonomía

Posteriormente, en los años setenta y ochenta, la economía mexicana experimentó una etapa turbulenta, que se originó en la aplicación de políticas excesivamente expansivas, así como en la obligación que se impuso al Banco Central de extender crédito para financiar el déficit fiscal.

Esto condujo al deterioro de la estabilidad de precios, generando inflaciones agudas, prolongadas y profundamente perjudiciales para la sociedad —las cuales llegaron a rebasar el 100% entre 1982 y 1988.

No se trató de un fenómeno único de nuestro país. En numerosas economías, sobre todo emergentes, donde el banco central carecía de independencia efectiva, el Gobierno utilizó la política monetaria para fines distintos y contrarios a la estabilidad de precios. Así, la excesiva expansión

both fiscal and monetary authorities concurred that prudent and coordinated macroeconomic policies should be maintained, which allowed for a long period of sustained growth with low inflation.

In those years, the Central Bank Director, Rodrigo Gómez, and the Secretary of Finance and Public Credit, Antonio Ortiz Mena, conceived price stability as a key requirement for sustained development.

Implementing this vision allowed for inflation to be maintained at low levels and made it possible for the country to grow, for slightly over fifteen years, at rates higher than 6% annually with ample job creation.

This sustained period of growth illustrates the importance of seeking price stability as a state policy, since it tends to create solid and long-term foundations for a more dynamic and inclusive economic development.

Unfortunately, such strategy reversed in the following years, making it clear that price stability cannot rely solely on likely coincidences between the people responsible for fiscal and monetary policy.

The crises of the 1970s and 1980s and the road to central bank independence

Subsequently, in the 1970s and 1980s, the Mexican economy underwent a turbulent period, caused by the implementation of excessively expansionary policies, as well as by the obligation imposed on the central bank to grant credit to finance the fiscal deficit.

This situation led to the deterioration of price stability, which subsequently generated an acute, long-lasting and deeply damaging inflation that even surpassed 100% between 1982 and 1988.

It was not a phenomenon unique to our country. In many economies, especially emerging ones, where the central bank lacked effective independence, the government used monetary policy for different purposes which were incompatible with price stability. The excessive monetary expansion that was implemented in different countries led to recurrent inflationary episodes, mistrust in

monetaria produjo, en distintas latitudes, episodios inflacionarios recurrentes, desconfianza en el dinero y crisis con severas secuelas económicas y afectaciones sociales.

Por ello, y ante el repunte extendido de la inflación, comenzaron a circular diversas propuestas para promover la estabilidad de precios. Muchos textos académicos, desde los de Friedman hasta los de Lucas, Kydland, Prescott, Barro, Gordon y Rogoff, por mencionar algunos de los más influyentes, abundaban sobre la naturaleza del fenómeno inflacionario, demostraban las limitaciones de la expansión monetaria para fomentar el crecimiento y sustentaban la conveniencia de una banca central más independiente.

Así, tanto la teoría como la experiencia internacional, y la propia historia de México, muestran los riesgos de no contar con un banco central autónomo:

- i) Crea un ambiente donde pueden ser más frecuentes las presiones de los Gobiernos a los banqueros centrales, a fin de que atiendan objetivos de muy corto plazo, haciendo más probable sufrir episodios inflacionarios.
- ii) Propicia un entorno más propenso a enfrentar una situación de dominancia fiscal sobre la política monetaria.
- iii) Al tolerar que las políticas monetarias pudieran ser inconsistentes en el tiempo, se afectan negativamente las expectativas de los agentes y la actividad económica.

Adicionalmente, diversos estudios empíricos comenzaron a mostrar que los países donde los bancos centrales mostraban mayor independencia tenían un mejor desempeño inflacionario y un mejor sustento para el crecimiento económico sostenido. Inclusive, la credibilidad que los bancos centrales ganaban permitía disminuir los costos del combate a la inflación al consolidar y comunicar claramente los objetivos y estrategias del banco central.

Todo ello, generó una extendida conciencia sobre la importancia de contar con un banco central autónomo, orientado a promover permanentemente la estabilidad de precios.

Entre sus principales rasgos, la autonomía del banco central implicaba:

money, and to crises with severe economic aftermaths and social impact.

In view of the widespread rise in inflation, several proposals to promote price stability began to emerge. Many academic texts, from Friedman to Lucas, Kydland, Prescott, Barro, Gordon, and Rogoff—to mention some of the most influential—delves into the nature of the inflationary phenomenon, demonstrating the limitations of monetary expansion to foster growth and supporting the convenience of having a more independent central bank.

Thus, both theory and international experience, as well as Mexico's history, demonstrate the following risks of not having an independent central bank:

- i) It creates an environment where government pressures on central bankers may become more frequent, pushing them to meet very short-term targets and making inflationary episodes more likely.
- ii) It fosters a setting that is more prone to situations of fiscal dominance over monetary policy.
- iii) By tolerating monetary policies that are inconsistent over time, agents' expectations and economic activity are negatively affected.

Furthermore, empirical studies began to show that countries whose central banks displayed greater independence exhibited a better performance in terms of inflation and had greater support for sustained economic growth. In fact, the credibility gained by these banks made it possible to reduce the costs of fighting inflation by consolidating and communicating clearly the central bank's objectives and strategies.

All of the aforementioned created a widespread awareness of the importance of having an independent central bank aimed at permanently fostering price stability.

Among its main features, central bank independence implied:

- i) Having a clear legal mandate and specific objectives.
- ii) Limiting the government's discretionary power of appointing and maintaining in power the bank's board of directors or governing board.
- iii) Explicitly limiting the ability of any authority to use the central bank as a means of financing.

- i) Contar con un mandato jurídico claro y con objetivos concretos.
- ii) Acotar la discrecionalidad del gobierno en el nombramiento y permanencia del directorio o junta de gobierno del banco central.
- iii) Limitar explícitamente la capacidad de cualquier autoridad para utilizar al banco central como medio de financiamiento.
- iv) Consolidar órganos colegiados de toma de decisiones, con probada capacidad técnica y garantías para actuar con independencia.
- v) Permitir al banco central elegir los mejores medios para alcanzar los objetivos que le marca la ley.

Durante los años noventa, estas nociones a favor de la autonomía de los bancos centrales comenzaron a materializarse en decenas de países avanzados y emergentes.

La autonomía del Banco de México

A partir de la propia experiencia histórica, y en consonancia con la tendencia internacional orientada a modificar el arreglo jurídico entre el Estado y el Banco Central, así como a darle mayor claridad y certidumbre, se planteó cambiar la naturaleza jurídica del Banco de México, transformándolo en un organismo autónomo del Estado y con la finalidad prioritaria de procurar la estabilidad de precios con un compromiso de largo plazo.

La reforma de 1993 al Artículo 28 de la Constitución, que entró en vigor en 1994, concedió al Banco de México plena autonomía señalando que “[...] *El Estado tendrá un banco central que será autónomo en el ejercicio de sus funciones y en su administración. Su objetivo prioritario será procurar la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda nacional, fortaleciendo con ello la rectoría del desarrollo nacional que corresponde al Estado. Ninguna autoridad podrá ordenar al banco conceder financiamiento.*”

La Ley otorga al Banco dos finalidades adicionales, estrechamente relacionadas con el objetivo primordial, que son promover el sano desarrollo del sistema financiero y propiciar el buen funcionamiento de los sistemas de pagos.

- iv) Consolidating collegiate decision-making bodies, with proven technical capacity and the guarantee to act independently.
- v) Allowing the central bank to choose the best means to achieve the objectives set forth by the law.

During the 1990s, these notions in favor of central bank independence began to materialize in dozens of advanced and emerging countries.

Banco de México’s autonomy

Based on its own historical experience, and in line with the international trend towards modifying the legal arrangement between the state and the central bank, as well as providing greater clarity and certainty, a proposal to modify the legal status of Banco de México emerged, transforming it into an independent state agency with the primary objective of seeking price stability with a long-term commitment.

The 1993 amendment to Article 28 of the Constitution that came into force in 1994, granted Banco de México full independence by stating that “[...] The state shall have a central bank which shall be independent regarding its functions and administration. Its primary objective will be to pursue the stability of the peso’s purchasing power, thus strengthening the state’s steering role in fostering national development. No authority can order the central bank to grant financing.”

The Law grants the central bank two additional purposes closely related to its primary objective, which are to promote the sound development of the financial system and to foster the smooth functioning of the payment systems.

The central bank’s management independence set forth in the Law also implies the creation of a collegiate decision-making body, the governing board, composed of five members who are appointed in a staggered manner and who can act with total independence.

La autonomía de gestión del Banco que contempla la Ley también implica la conformación de un órgano colegiado para la toma de decisiones, la Junta de Gobierno, integrada por cinco miembros que son designados de manera escalonada y tienen las condiciones para actuar con total independencia.

Los resultados de la autonomía

La autonomía del Banco de México es un diseño institucional que ha funcionado: el criterio prioritario conforme al cual el Banco debe operar, mantener una inflación baja y estable, ofrece al público una medida clara para evaluar su desempeño. Esto hace a la política monetaria más predecible, disminuyendo la incertidumbre y facilitando las decisiones de los agentes económicos.

Así, la inflación dejó atrás los niveles de dos, y hasta tres dígitos que llegó a alcanzar, ubicándose actualmente alrededor de la meta permanente de 3%. La conducción de la política monetaria con este objetivo también ha propiciado una menor persistencia de la inflación y un menor traspaso de las modificaciones de precios relativos, en especial de las fluctuaciones cambiarias, a dicha inflación. Esto ha permitido enfrentar diversos y severos choques externos que han requerido importantes ajustes del tipo de cambio con menores afectaciones a la actividad económica.

Desde luego, la autonomía no supone aislamiento; por el contrario, obliga y vincula en mayor medida a la institución con la ciudadanía, por lo que requiere avanzar de manera sustantiva en la transparencia y apertura informativa.

Además, estos factores no solo son parte indispensable de la rendición de cuentas del Banco Central ante la sociedad, sino que constituyen un requisito fundamental para el mejor funcionamiento de la propia política monetaria y la mejor consecución de sus fines.

Desde que obtuvo su autonomía, el Banco incrementó la frecuencia, calidad y oportunidad de sus informes e indicadores, mejoró las metodologías para el cálculo de sus datos y modernizó los formatos para su difusión, adoptando gradualmente las mejores prácticas internacionales de divulgación y transparencia.

Central bank independence: the outcome

Banco de México's autonomy is an institutional framework that has proven to work well: the primary criterion according to which the bank must operate, specifically, maintaining low and stable inflation, offers the public a clear measure to evaluate its performance. This makes monetary policy more predictable, reduces uncertainty, and facilitates economic agents' decisions.

As a result, inflation left behind the levels of two, and up to three, digits that it had previously reached, and currently stands around the permanent target of 3%. Monetary policy implementation aimed at attaining this objective has also enabled the lower persistence of inflation and pass-through of changes in relative prices, especially of exchange rate adjustments, to inflation. This has allowed tackling diverse and severe external shocks that have called for significant exchange rate adjustments, affecting economic activity only marginally.

Independence does not imply isolation. On the contrary, it obliges and binds the central bank with society to a greater extent, thus requiring significant progress in both transparency and communication.

Moreover, these factors are a key part of the central bank's accountability to society, as they also constitute an essential requirement for the better functioning of monetary policy and the achievement of its goals in the best manner.

Since it became independent, the central bank has improved the frequency, quality, and timeliness of its reports and indicators; advanced the methodologies to calculate its data, and modernized the formats to release such data to the public, gradually adopting the best international practices in terms of information disclosure and transparency.

The following additional measures were adopted in 2018, which allow the public to evaluate the nature, evolution, and results of the institution's policies in greater detail:

- i) To strengthen the inflation-forecast targeting scheme, since February 2018 the quarterly headline and core average inflation forecasts for the next eight quarters are published in each Quarterly Report.

A lo largo de 2018, se adoptaron medidas adicionales que permiten al público evaluar con mayor detalle la naturaleza, evolución y resultados de las políticas de la institución.

- i) Para reforzar el esquema de objetivos de inflación basado en pronósticos, desde febrero de 2018 se publican en cada Informe Trimestral los pronósticos puntuales para la inflación promedio trimestral de los próximos ocho trimestres, tanto para inflación general como la subyacente.
- ii) Las minutas de las decisiones de política monetaria incluyen la identidad de los votantes y, en caso de existir algún disenso, añaden una explicación del mismo. Además, este puede darse tanto sobre la decisión de política monetaria como sobre lo expresado en el anuncio de política monetaria (comunicado de prensa).
- iii) Las transcripciones íntegras de las reuniones de la Junta de Gobierno en las que se adopta la decisión de política monetaria estarán disponibles al público tres años después de la reunión correspondiente, plazo menor al utilizado por la mayoría de bancos centrales.
- iv) Para propiciar una discusión más amplia sobre la normatividad en materia financiera que emite el Banco de México, se adoptó un mecanismo de consultas públicas, abiertas y transparentes, en la que se atiende al principio de que todos los agentes conozcan, con la misma oportunidad, los borradores de disposiciones y pueden comentarlos.

La autonomía ha mostrado sus ventajas como un medio eficaz para que la banca central provea a la sociedad de importantes bienes públicos. Sin embargo, la autonomía no es un tema concluido, sino una condición que debe responder continuamente a nuevos retos.

Por ejemplo, a partir de la crisis financiera de 2008, además del objetivo prioritario de la estabilidad de precios, los bancos centrales han renovado su papel en la prevención, detección y mitigación de riesgos para la estabilidad del sistema financiero. De igual manera, la banca central debe reaccionar con agilidad ante los cambios que el avance tecnológico propicia en la configuración de los servicios financieros.

- ii) The minutes of the monetary policy decisions include the identity of the voters and, if there is any dissent, the arguments of such dissent are incorporated. The dissent can apply to both the monetary policy decision and the terms expressed in the monetary policy statement (press release).
- iii) The full transcripts of the governing board meetings in which the monetary policy decision is taken will be made available to the public three years after the meeting is held, which is a shorter time than that established by most central banks.
- iv) To promote a broader discussion on the financial regulations issued by Banco de México, a mechanism of public, open and transparent consultations—following the principle that all agents are aware of the draft provisions with the same opportunity and can comment on them—was adopted.

Central bank independence has reasserted its benefits as an effective means for central banks to provide society with essential public goods. Independence, however, is not a consummate arrangement, but rather a condition that must continuously respond to new challenges.

For instance, since the 2008 financial crisis, in addition to the primary goal of price stability, central banks have revamped their role in preventing, detecting, and mitigating the risks to the financial system's stability. Central banks must also react rapidly to the changes that technological progress is bringing about in the configuration of financial services.

Based on the lessons of recent decades and considering the costs to society of lacking price stability as well as those associated with financial crises, the arguments in favor of having an independent central bank have been strengthened.

However, central bank independence faces new challenges. We have witnessed a growing polarization in the economic and political narratives of both advanced and emerging economies. This is the result of deep and complex transformations, which are related to:

- i) The rapid insertion of labor-intensive economies and regions into a globalized world.

Con lo aprendido en las últimas décadas y considerando los costos para la sociedad, tanto de no contar con estabilidad de precios como los asociados a las crisis financieras, los argumentos en favor de contar con un banco central autónomo se han reforzado.

Sin embargo, la autonomía de la banca central enfrenta nuevos desafíos. Hemos sido testigos de una creciente polarización en las narrativas económicas y políticas, tanto en economías avanzadas como emergentes. Ello es resultado de profundas y complejas transformaciones, que están relacionadas con:

- i) La rápida inserción a un mundo globalizado de economías y regiones abundantes en mano de obra.
- ii) Los costos directos e indirectos de la gran crisis financiera.
- iii) La revolución en las tecnologías de información y su efecto en el mundo laboral y la vida cotidiana.
- iv) La creciente brecha entre las expectativas de los ciudadanos y sus oportunidades de desarrollo.

Este entorno ha sido campo fértil para políticas públicas con horizontes de corto plazo, como el proteccionismo y las tensiones comerciales. Por eso, las instituciones con objetivos de largo plazo, tanto multilaterales como nacionales, encaran mayores y nuevos retos.

En esta circunstancia, los bancos centrales afrontan el desafío tanto de cumplir sus objetivos como de comunicar más eficazmente el impacto tangible que tienen su mandato, su condición de autonomía, y sus acciones sobre el bienestar de los ciudadanos y sobre las posibilidades de desarrollo. Encuentros como este son un espacio extraordinario para fortalecer esta comunicación.

Señoras y señores:

La historia del Banco de México en los últimos 25 años confirma la importancia que ha tenido la autonomía como condición idónea para alcanzar su mandato prioritario, mantener una inflación baja y estable, lo cual es la mejor contribución de la política monetaria para promover un desarrollo más dinámico, sostenible y equitativo.

En efecto, los objetivos de promover la estabilidad de precios, estimular el sano desarrollo del sistema financiero y

- ii) The direct and indirect costs of the major financial crisis.
- iii) The revolution in information technologies and its impact on labor and daily life.
- iv) The widening gap between citizens' expectations and their development opportunities.

This environment has been a fertile soil for short-term public policies, such as protectionism and trade tensions. For this reason, institutions with long-term objectives, both multilateral and national, face greater and newer challenges.

In this context, central banks face the challenge of both fulfilling their objectives and more effectively communicating the tangible impact their mandates, independent status, and actions have on the wellbeing of citizens and on development opportunities. Events such as this seminar are an extraordinary forum to strengthen communication.

Ladies and gentlemen:

Banco de México's history over the past 25 years confirms the relevance of independence as the ideal condition to achieve its primary mandate of maintaining low and stable inflation, which is monetary policy's best contribution to a more dynamic, sustainable, and equitable development.

Indeed, the objectives pursued by Banco de México of ensuring price stability, fostering the sound development of the financial system and enabling the proper functioning of the payment systems are public goods that have a concrete impact on citizens' wellbeing.

For example, throughout the 21st century, Mexico has enjoyed one of the longest periods of price stability in its history as an independent nation. Confidence in the effectiveness of our currency as a means of payment, store of value, and unit of account has a direct influence on the economic opportunities and standard of living of citizens.

The constitutional amendment that 25 years ago granted independence to Banco de México can therefore be considered one of the most significant economic reforms in Mexico's contemporary history that deserves to be preserved for future generations.

Thank you.

fomentar el buen funcionamiento del sistema de pagos que persigue el Banco de México, constituyen bienes públicos que inciden de manera concreta en el bienestar de los ciudadanos.

Por ejemplo, en todo lo que va del siglo XXI, se ha tenido uno de los periodos más largos de estabilidad de precios en la historia de México como nación independiente. La confianza en la eficacia de nuestra moneda como medio de pago, depósito de valor y unidad de cuenta tiene una influencia directa sobre las oportunidades económicas y la calidad de vida de los ciudadanos.

Por ello, la modificación constitucional que hace 25 años confirió autonomía al Banco de México puede considerarse como una de las reformas económicas más importantes en la historia contemporánea de México, que merece ser preservada para las siguientes generaciones.

Muchas gracias.



De izquierda a derecha: Alejandro Díaz de León, Guillermo Ortiz, Miguel Mancera y Agustín Carstens

From left to right: Alejandro Díaz de León, Guillermo Ortiz, Miguel Mancera, and Agustín Carstens

TERCER SEMINARIO:
La Importancia de la
Autonomía de la Banca
Central: Retos y Perspectivas

Segunda sesión
Independencia de los
bancos centrales: una
perspectiva internacional

*Ciudad de México,
22 de noviembre de 2019*

THIRD SEMINAR:
The Relevance of Central
Bank Independence:
Challenges and Outlook

Second session
Central bank
independence: an
international perspective

*Mexico City,
November 22, 2019*

JACOB A. FRENKEL
PRESIDENTE, JPMORGAN
CHASE INTERNATIONAL;
EXGOBERNADOR,
BANCO DE ISRAEL;
EXCONSEJERO ECONÓMICO,
FONDO MONETARIO
INTERNACIONAL

JACOB A. FRENKEL
CHAIRMAN, JPMORGAN
CHASE INTERNATIONAL;
FORMER GOVERNOR,
BANK OF ISRAEL; FORMER
ECONOMIC COUNSELLOR,
INTERNATIONAL MONETARY
FUND

PONENCIA PRINCIPAL

Muchas gracias, estimados amigos. Si tuviera que mencionar el nombre de cada uno de ustedes, a quienes respeto tanto, me tomaría todo el tiempo que me ha sido asignado.

El grupo de gobernadores aquí reunidos es extraordinario y nos dice mucho sobre el Banco de México, sobre sus vínculos. Puedo decirles que existen muy pocas instituciones en el mundo que podrían reunir tantos colegas en un mismo escenario. Todos los funcionarios del pasado, presente y, supongo que también del futuro, están aquí reunidos. Esto nos habla de lo que el Banco de México representa.

¡Feliz aniversario! Nos acompañan Miguel Mancera, Guillermo Ortiz, Agustín Carstens y Alejandro Díaz de León, por los cuales siento una gran amistad y con quienes he tenido la oportunidad de trabajar e interactuar. Para cada uno de los miembros del Banco de México este evento debe ser un motivo de gran orgullo y satisfacción. No hay duda de que, a pesar de no ser miembro del G5, G7 o del G10, el Banco de México está presente en el mapa. Está presente debido a la excelencia y a los logros que ha alcanzado y que han contribuido al cúmulo de conocimientos sobre lo que hoy en día denominamos “banca central”.

KEYNOTE SPEECH

Thank you very much, dear friends. If I were to mention each of you by name, for whom I have so much respect, we would spend all the time on this.

The group of governors assembled here is fantastic; it tells us a lot about Banco de México, about its cohesiveness. I can tell you that very few institutions can gather many colleagues on the same stage. All past, present, and, I assume, future officials are gathered here. This clearly reveals what Banco de México represents.

Happy anniversary! We have here with us Miguel Mancera, Guillermo Ortiz, Agustín Carstens, and Alejandro Díaz de León. I have had the opportunity to work and interact with them, and I feel great friendship for all. For those of you who are members of Banco de México’s family, this event should fill you with great pride and satisfaction. There is no doubt that despite not being a member of the G5, G7, or G10, Banco de México is on the map. It is on the map because of the excellence and the achievements that have been attained, and that have contributed to the corpus of knowledge of what we call today “central banking”.



Jacob A. Frenkel

Permítanme compartir con ustedes una última reflexión personal. Recuerdo que en una de mis primeras visitas a esta institución en calidad de gobernador —en ese entonces procedente de Jerusalén— el gobernador Miguel Mancera me dijo: “¿Sabes? El problema en México es que estamos muy cerca de Estados Unidos y muy lejos de Dios”. A lo que yo respondí: “El problema en Jerusalén es que estamos muy cerca de Dios y muy lejos de Estados Unidos”.

Pero el siguiente punto, el cual considero el más importante, es que independientemente de la distancia, la lejanía no es un problema para el Banco de Israel y el Banco de México, ya que nos mantenemos cercanos. Nos mantenemos cercanos desde el punto de vista intelectual y en términos de los retos que hemos tenido que enfrentar. En este sentido, existe una cuestión analítica: el mundo es globalizado y la naturaleza de los problemas también es extensa y global. No son los continentes los que separan a los problemas sino la forma de analizar las cosas —y si compartimos los valores de lo que se pretende lograr, así como el profesionalismo, entonces no estamos lejos unos de otros; en realidad, somos muy cercanos.

El nombre de este evento es *La Importancia de la Autonomía de la Banca Central: Retos y Perspectivas*, y he de decirles que, si un marciano, un habitante del planeta Marte, viniera a la Tierra, diría: “¿2019 es el momento para cuestionar la importancia de la autonomía? Ya llevan ustedes muchos años en esto, ¿aún no lo han resuelto?”.

Recuerdo la primera vez que me incorporé al Fondo Monetario Internacional hace más de treinta años como consejero económico, el mismo puesto que nuestro amigo Ken Rogoff ocupó poco tiempo después. En la ocasión de mi primera presentación ante el Directorio Ejecutivo, Jacques de Larosière, entonces director gerente, me dijo: “Tienes que preparar una ponencia sobre el papel del Fondo para presentarla ante el Directorio Ejecutivo”. Esto fue en 1987. “¿El papel del Fondo Monetario Internacional en 1987? El Fondo existe desde 1945 y ¿justo ahora deciden cuestionar cuál es su papel?”. Pero la respuesta a estas dos preguntas, ¿por qué hablar hoy de independencia de la banca central?, ¿por qué entonces hablar sobre el papel del Fondo?, es la misma. Son asuntos de la actualidad porque el sistema cambia con el paso del tiempo y, por lo tanto, para poder tener relevancia, necesitamos ajustar lo que hacemos.

Let me just share with you one last personal remark. I remember in one of my first visits here, as governor —I came from Jerusalem at the time— Governor Miguel Mancera told me, “You know, our problem in Mexico is that we are too close to America and too far from God.” And I told him, “Our problem in Jerusalem is that we are too close to God and too far from America.”

But the next point, which is the most important, is that, despite the distance, the Bank of Israel and Banco de México do not have the problem of being apart, we maintain tight links with each other. We are close to each other intellectually and in terms of the challenges that we have had to face. There is an analytical issue here. The world is global, the nature of the issues is also broad and global. It is not continents that separate the issues, it is the analytics —and if you share the values of what you want to achieve and the professionalism, then we are not far from each other. We are very close, in fact.

The title of this event is the *Relevance of Central Bank Independence: Challenges and Outlook*, and I must confess that a Martian visiting Earth —that is, the person coming from planet Mars— would say, “In 2019, is this the time to question the relevance of central bank independence? You have been so long on this road. Have you not resolved it yet?”

I remember the first time I joined the International Monetary Fund. This was more than 30 years ago as an economic counsellor, the same position that our friend Ken Rogoff held sometime later. When I presented my first paper to the board, at the time when Jacques de Larosière was managing director, he told me, “You have to prepare a paper to the board on the role of the Fund.” This was 1987. The role of the Fund in 1987? The Fund exists since 1945, and now you decide to ask what the role of the Fund is? But the answer to these two questions, *why to talk now about central bank independence?*, *why then, on the role of the Fund?* are the same. Those are live issues, because the system is changing over time, and, therefore, to remain relevant, we need to adjust what we do.

Central banking has evolved over the years in a very dramatic way. If we look at the longest-serving chairman of the Federal Reserve, his name was William McChesney Martin. He served under five presidents: Truman,

La banca central ha evolucionado a través de los años de manera muy drástica. Veamos el caso del presidente de la Reserva Federal que permaneció por más tiempo en el cargo. Su nombre fue William McChesney Martin y fungió como tal durante las administraciones de cinco presidentes: Truman, Eisenhower, Kennedy, Johnson y Nixon, unos demócratas y otros republicanos. Él tenía un dicho importante que todos repiten. Nunca la citó textualmente, pero si se pone entre comillas esta frase da la impresión de ser una cita verdadera; el mensaje es: “El papel de la banca central consiste en retirar la ponchera antes de que la fiesta continúe”. Veamos lo que esto implica. Es un papel muy cruel. Asistimos a una fiesta y, justo cuando el ambiente empieza a tornarse más interesante, retiran la ponchera. Déjeme decirles que la ponchera no solo es agua, es la verdadera liquidez, pero hay que retirarla. Hay que estar dispuesto a ser el villano, y en verdad se necesita tener la autoridad suficiente para retirar del evento la ponchera. Tenemos entonces dos consideraciones: autoridad y disposición. Esta mañana escuchamos que una cosa es el lenguaje escrito de la ley y otra lo que se conoce como la aplicación de la misma —ambos aspectos distintos pero complementarios. Pero también hay algo mucho más importante por considerar: hay que retirar la ponchera antes de que la fiesta continúe, no cuando la fiesta está en su apogeo. Hay que tener la capacidad de anticiparse. Es muy difícil explicarle a la gente por qué queremos actuar antes de que algo suceda. Después de todo, ¿para qué apresurarse cuando hemos sido invitados a la fiesta?

Ese es el legado de ese periodo y es uno importante, ya que, si comparamos, unos años después hubo otro presidente de la Junta de Gobernadores de la Reserva Federal, Arthur F. Burns, que también fue una persona muy distinguida, pero quien nos legó una frase diferente. Dijo que la razón por la cual es tan difícil reducir la inflación es porque la Ley de Empleo de los Estados Unidos obliga a no hacer algo que perjudique al empleo. La noción del tiempo no importaba: perjudicar el empleo un día para lograr crecimiento al día siguiente no era parte del debate. Sin embargo, esta fue la justificación por la que pronunció el discurso llamado “La Angustia de la Banca Central” (*The Anguish of Central Banking*). Comparen ambas visiones.

Posteriormente, llegó otra figura sobresaliente, Paul Volcker. Paul Volcker tenía una perspectiva fascinante de la cual todos

Eisenhower, Kennedy, Johnson, and Nixon —Democrats, Republicans—. And he had one important dictum that everyone repeats. He never said it in these words, but if you put it in quotation marks, it leaves the impression that it was a real quote; the message is: “the role of the central bank is to remove the punchbowl away before the party gets going.” Notice what it is. It is a very cruel role. You go to a party, and when things are getting a little bit warmed up, you remove the punchbowl. Let me tell you, the punchbowl is not just water, it is the real liquidity, but you have to take it away. You need to be willing to be the bad guy; you need to have the authority to take the punchbowl away. So those are two considerations: *authority* and *willingness*. In the morning, we heard that there is one thing called the written language of the law, and another one called the application of it, two distinct but complementary aspects. But there is also something more important: you need to remove the punchbowl before the party gets going, not when the party is in full swing; you need to be anticipatory. It is very difficult to explain to people why you want to do something before it happens. After all, what is the rush? You invited us to the party!

That is the legacy from that period, and it is important. Because, if you compare, a few years after, there was another Chairman of the Board of the Federal Reserve, Arthur F. Burns, who was also a very distinguished individual, but with a different dictum. He said that the reason why it is so difficult to lower inflation is because the Employment Act of the United States obliges not to do anything that will affect employment. The notion of time did not matter. Affecting employment one day to obtain growth the next one was not part of the debate. However, this was the justification of his speech “The Anguish of Central Banking.” Contrast both visions.

And then came another towering figure, Paul Volcker. Paul Volcker had a fascinating perspective and we are all benefiting from it today. Although the wording of the law across central banks is different, the enforcement of the law seems very similar. Let me take you to the United States, where there is the notion of a so-called dual mandate: maximum employment and the price-stability dictum, two separate hats. And I asked Paul Volcker, “Explain to me, how do you choose between the two mandates? After all, the

nos beneficiamos hoy en día. Entre bancos centrales la redacción de la ley es diferente, sin embargo, la aplicación de la misma puede parecer muy similar. Permítanme llevarlos a Estados Unidos, donde existe la noción del doble mandato: máximo empleo y estabilidad de precios, dos posturas diferentes. Le pregunté entonces a Paul Volcker: “Explícame, ¿cómo eliges entre ambos mandatos? Después de todo, la decisión —si es una decisión política— no es tuya”. Es una decisión muy profunda sobre el empleo, los precios, cuándo, cuál de los dos. Su respuesta fue muy simple y directa y, francamente, él siempre diría: “Si debo explicarlo en una forma compleja, entonces no entiendo lo que estoy diciendo”. Su respuesta fue muy simple: “Sí, entiendo que la ley me obliga a promover el máximo empleo, así definido, y comprendo que necesito enfocarme en la estabilidad de precios. Sin embargo, y aquí viene el aspecto clave, la mejor forma en la que podemos continuar con el objetivo de máximo empleo utilizando los instrumentos de banca central con los que contamos, es garantizando la estabilidad de precios. Y, por esta razón, me enfoco en la estabilidad de precios, ya que es la única manera en la que puedo contribuir a lograr el máximo empleo”.

Un marciano que visitara la Tierra y no supiera leer inglés miraría las acciones y diría que, en la administración de Volcker, el objetivo del Banco Central era la estabilidad de los precios. Así fue. De hecho, durante la época de Greenspan, ese fue el mismo legado y, en cierto modo, fue un pilar importante en el concepto de qué significa ser un banco central. Fue un ingrediente de lo que posteriormente se conoció como el Consenso de Washington —sabemos que se requiere una política fiscal, mercados abiertos, medidas estructurales y, dependiendo de la situación, quizás tipos de cambio flexibles, sin monetizar el déficit presupuestario. Había una lista de acciones, pero lo que era relevante entre ellas era que se necesitaba asegurar la estabilidad de precios.

En pocas palabras, la pregunta era: ¿cómo lo logramos? Esto requiere una ley, un marco de referencia. Esta idea se tornó incluso más urgente cuando la Unión Soviética se colapsó y muchos países de Europa Oriental y Central tuvieron que establecer sus propios bancos centrales y redactar la ley de su banco central. En aquella época, los países de América Latina se percataron de que al menos que aseguraran la independencia del banco central —y posteriormente se enfocaran también en la estabilidad de precios,

choice—if it is a political choice—is not yours to make.” It is a very profound decision about employment, prices, when and which one to choose. His answer was very simple and straightforward, and frankly, he would always say, “If I need to explain it in a complex way, then I am not understanding what I am saying.” So, his answer was very simple: “Yes, I understand that the law requires me to pursue maximum employment, as it is defined, and I understand that I need to focus on price stability. However, and now comes the key point, the best way that we—with the instruments that we have at the central bank— can continue with the attainment of maximum employment is through securing price stability. So, I focus on price stability. There is no other way that I can contribute to maximum employment.”

The Martian visiting Earth—who does not know how to read English— will look at the actions and say that, under Volcker, the objective of the central bank was price stability. That is the way it was. This was in fact also the legacy during Greenspan’s time and, in a way, it was an important building block into the concept of what it means to do central banking. It was an ingredient of what was later called the Washington Consensus—we know you needed to have fiscal policy, open markets, structural measures, depending on where you are, maybe flexible exchange rates, and you should not monetize your budget deficit. There was a list of actions, but what was relevant among them was that you needed to secure price stability.

Fast forward, the question was “How do we do this?” This requires a law, a framework. It became even more urgent when the Soviet Union collapsed and many countries in Eastern and Central Europe had to establish their own central banks and draft their central bank law. Around the same time, countries in Latin America realized that unless they secured central bank independence—and thereafter also focused on price stability, etcetera—they would not perform as well. Thus, there was a consensus among many central banks all over the world, each one of them coming from a different angle that said, “I want to adopt the winning strategy.”

We heard already this morning what the winning strategy was: for an economy to have better performance, you need to have price stability and an independent central bank. This was the notion and it would have continued if it had

etcétera— no funcionarían muy bien. De esta manera, hubo una coincidencia entre muchos bancos centrales alrededor del mundo, que a pesar de contar con una perspectiva diferente expresaban “Quiero adoptar la estrategia ganadora”.

Ya escuchamos esta mañana cuál era la estrategia ganadora: para que una economía tenga un mejor desempeño, es necesario contar con estabilidad de precios y un banco central autónomo. Esta era la noción y hubiera seguido siéndola de no ser por la crisis financiera de 2008. La crisis financiera de 2008 fue, en cierto modo, un terremoto. Un terremoto para la economía, para el marco conceptual y un permiso para adentrarnos en territorios a los cuales no estábamos familiarizados, siguiendo la narrativa de que los territorios con los que estábamos familiarizados no nos habían llevado al lugar indicado.

La narrativa de la crisis financiera de 2008, entre muchas otras cosas, fue “Estamos atestiguando una situación en la que los expertos han fallado; y si los expertos han fallado y tú tienes experiencia, entonces estás en una situación de desventaja porque formas parte de los antiguos regímenes. Por lo tanto, si no tienes experiencia y no eres profesional, tienes más posibilidades de ser nombrado para puestos importantes”. Así, la narrativa era que los que habían ocupado dichos puestos habían fracasado. Esencialmente, nuestra profesión ha permitido que dicha narrativa se establezca y somos culpables de ello. Porque una cosa es decir “los profesionales han fracasado” y otra decir que “no estábamos preparados para el choque que surgió y debemos comprenderlo mejor; sin embargo, seguimos siendo los únicos capaces de conducir el vehículo”.

Daré un pequeño ejemplo y en este momento dirijo mi mirada a Ken Rogoff. Mucha gente sostiene, correctamente, que los formuladores de políticas que básicamente adoptaron lo que después se conocería como *políticas no convencionales* lo hicieron porque pensaron que sería una pequeña desviación después de la cual volverían a la normalidad y seguirían adelante. Si hubieran leído a Ken Rogoff, habrían dicho: “¡No! Este choque fue un choque al balance financiero que se acumula en un periodo bastante prolongado; no esperen que sea rápido y, por lo tanto, no digan que los profesionales han fracasado simplemente porque ustedes no lo diagnosticaron correctamente”.

not been for the 2008 Great Financial Crisis. The Great Financial Crisis was, in a way, an earthquake. An earthquake to the economy, an earthquake to the conceptual framework, and a license to go into territories that we were not familiar with, with the narrative that all territories, that we were familiar with, had not led us to the right place.

The narrative of the Great Financial Crisis, among many other things, was “We are witnessing a situation where experts have failed, and if experts have failed and you come with experience, you are at a disadvantage because you are considered to be part of the old regime.” Therefore, if you are inexperienced and unprofessional, you stand a better chance of being appointed to important positions, because the narrative was that those who had been there had failed. Basically, our profession has allowed this narrative to take force, and it is our fault. Because one thing is to say “professionals have failed” and another that “we were not prepared for the shock that came and we must understand it better, but we are still the only guys who know how to drive the car.”

I will give you a little example because I am looking at Ken Rogoff. Many people say, correctly, that policymakers who fundamentally adopted what later on would be known as *unconventional policies* did it because they thought it would be a short detour after which they would have gone back to normality and moved on. If they had read Ken Rogoff, they would have said, “No! This was a balance sheet shock that takes a long time to build up, do not expect it to be fast, and therefore do not say professionals have failed because you just did not diagnose it correctly.”

These kinds of things altogether joined the narrative that “professionals have failed.” I really want to emphasize it time and time again, because you should know that the new system is extremely complex. It is not a playground for amateurs. Financial systems are very complex; you play with fire. Most of the crises that we have had in the recent decades, primarily the GFC, the Great Financial Crisis, came from the financial sector. So, whenever you see a financial package, write on it “Fragile, be careful!” This means that it is a professional issue that I will emphasize in just a moment. Moving on, the new regime of the post-GFC—which we are still maybe in— raised important analytical questions. We

Todas estas cuestiones se unieron a la narrativa de que “los profesionales han fracasado”. Realmente quiero enfatizarlo una y otra vez, porque deben ser conscientes de que el nuevo sistema es extremadamente complejo. No es un campo de juego para aficionados. Los sistemas financieros son muy complejos; en ellos se juega con fuego. La mayoría de las crisis que hemos enfrentado en las últimas décadas, sobre todo la crisis financiera de 2008, se originaron en el sector financiero. Así que, siempre que vean un paquete financiero, etiquétenlo con “Frágil. Manéjese con cuidado”. Significa que es un asunto profesional. Y esto lo enfatizaré nuevamente en mi presentación, más adelante. Pasando al siguiente punto, el nuevo régimen poscrisis —en el que quizás aún nos encontramos— planteó importantes interrogantes analíticas. Hoy no proporcionaremos respuestas, pero hay cuestionamientos relevantes que deben considerarse al formular políticas.

La política monetaria se ha mantenido en un nivel muy estándar a lo largo de los años. Sabíamos lo que teníamos que hacer. En nuestro tiempo era muy simple. Te encuentras con que existe inflación. Requiere estabilizarla. Tienes un instrumento y lo utilizas. Cuentas con la tasa de interés y la utilizas. Si intentas hacerlo a través de anclar el tipo de cambio, sabes que esa acción no es sostenible, sobre todo cuando empiezas a abrir la cuenta de capital. De esta manera, sabíamos lo que representaba la política monetaria. Con la crisis financiera de 2008, surgieron nuevos cuestionamientos: cuando nos encontramos al borde del abismo, ¿debe la política monetaria adentrarse en territorios que no eran parte de su dominio? Después de todo, cuando se analizan los balances financieros de los bancos centrales de todo el mundo, encontramos activos que de otra manera nunca habrían tenido razón de estar en el balance financiero de un banco central.

De hecho, por el lado de los activos, el balance financiero del banco central siempre tuvo valores gubernamentales de corto plazo, gran liquidez y bajo riesgo; y, de repente, a menor calidad del activo, más probabilidades tenía de aparecer en el balance del banco central. Esto se debía a que, por buenas razones, el banco central quería limpiar el sistema y eliminar los activos tóxicos. Había muchas cosas que se consideraban una desviación y por eso las denominamos políticas no convencionales. No se puede definir lo “no convencional”

will not bring answers today, but there are important questions to be made in policy-making.

Monetary policy has been very standard over the years. We knew what we needed to do. It was very simple in our time. You come in, there is inflation. You need to stabilize it. You have an instrument, you use it. You have the interest rate, you use it. If you try to do it through anchoring the exchange rate, you know it is not sustainable —especially as you start opening up the capital account. We knew what monetary policy represented. With the Great Financial Crisis, new questions arose. When on the verge of the abyss, should monetary policy go into territories that were not part of its domain? After all, when you look at the balance sheet of central banks all over the world, you see assets that would have never found a place in the balance sheet of the central bank.

In fact, the central bank always had, on its assets side, highly liquid, low-risk, short-term government securities; and, suddenly, the lower the quality of the asset, the more likely it was to be on the balance sheet. This was because, for good reasons, the central bank wanted to clear the system and eliminate toxic assets. There were many things that were viewed as a detour and that is why we call them unconventional policies. You cannot define “unconventional” unless you have a benchmark known as conventional. However, if you have been in an unconventional regime for 10 years, you ask yourself “What is now the conventional when this used to be the unconventional?” After 10 years, you become the new conventional. Thus, the distinction between an unconventional deviation and a new regime, a new paradigm, must be clear. But it is still not clear.

It is still not clear —and somebody mentioned the importance of communication— because of the following reason: when you enter a highway, you like to know where the exit is. If you were told “There is no exit”, you may decide to not enter the highway, because you will have to return because there is no exit; if there is an exit, you have to know how much gasoline you have in your car tank. So, the notion of the endpoint is important, and for a long time central banks were really reluctant to discuss and to articulate on the endpoint. And that left the question “Are we in a detour or are we in a new paradigm?” blurred.

sin una referencia sobre lo que puede considerarse como “convencional”. Sin embargo, si permaneces en un régimen no convencional durante diez años, entonces surge el cuestionamiento: ¿qué es lo convencional si antes esto era lo no convencional? Después de diez años, te conviertes en una nueva versión de lo convencional. Por lo tanto, la diferencia entre una desviación no convencional y un nuevo régimen, un nuevo paradigma, debe ser clara y aún no lo es.

Aún no es claro —y alguien aquí ya había mencionado la importancia de la comunicación— por la siguiente razón: cuando uno ingresa a una autopista, uno desea saber dónde se ubica la salida. Si nos dijeran que no hay salida, podemos decidir no ingresar a la autopista, ya que tendríamos que regresar porque no existe una salida. En caso de existir una salida, tenemos que saber cuánta gasolina hay en el tanque del automóvil. En este sentido, la noción del punto final es importante y durante mucho tiempo los bancos centrales se mostraron verdaderamente reacios a discutir y pronunciarse sobre el punto final. En consecuencia, dejaron ambigua la respuesta a la pregunta “¿nos encontramos ante una desviación o ante un nuevo paradigma?”

Este es uno de los asuntos que generó cuestionamientos sobre la pertinencia de la autonomía y la legitimidad de los bancos centrales. Lo anterior conduce a la pregunta: “¿por qué ahora, después de tantos años, empezar a cuestionarlo?” La razón es que muchas de las acciones que se han llevado a cabo no son convencionales y plantean interrogantes sobre la legitimidad: “el permiso que les dimos en el pasado puede necesitar ser revocado o revisado, o debe pasar una nueva prueba.” Todas estas cuestiones no habrían surgido en un contexto diferente. Es una situación peligrosa. La tentación es deshacerse de los antiguos libros de texto porque estamos en un mundo nuevo. Sobre todo, en países como México e Israel, que han tenido en su ADN inflaciones altas o incluso hiperinflación, yo tendría mucho cuidado en cantar victoria prematuramente. Y *prematuramente* no significa un mes después del éxito, sino, por lo menos, una generación después. Barry Eichengreen, que es historiador, les mencionará que una perspectiva temporal no comprende un mes, un trimestre, un año o una década. Es mucho más que eso.

Hay algunas cosas que son robustas, sin importar si estamos o no en un nuevo régimen: la importancia de no monetizar

This is one of the things that raised questions about central bank independence and the legitimacy of central banks. This really leads to the question, “Why now, after so many years, do you start asking it?” The reason is that many actions that have taken place are unconventional and raise questions about legitimacy: “The license we gave you in the past may need to be revoked or revised, or you must pass a new test.” All of these issues would not have come up in a different context. It is a dangerous situation. The temptation is to throw the old textbooks away because we are in a new world. Especially in countries like Mexico and Israel, that have had high inflation or even hyperinflation in their DNA, I would be very careful to declare victory prematurely. And prematurely does not mean a month after the success, but at least a generation after. Barry Eichengreen, who is a historian, will tell you that a time perspective is not a month or quarter, a year or a decade; it is much more.

So, there are some things that are robust, regardless of whether we are in a new regime or not: the importance of “do not monetize deficits; do not kid yourself that inflation produces jobs; do not kid yourself that inflation lowers unemployment; do not kid yourself that you can appoint friends to the board of governors or the monetary policy committee, and hope that, at the end of the day, they will obtain professional outcomes.” This is a complex world. Those appointed to the central bank ought to be loyal to the central bank, and not to those who appointed them. This is an extremely important issue that is in the structure of the DNA of an independent central bank.

Independence does not mean anarchy; it is better to call it autonomy. In the old days, Stanley Fischer called it the difference between goal independence and instrument independence, maybe even better, autonomy. The key is that the elected officials can decide on the goals, but once they have decided on the goals, the rest is a professional decision that should be there. And this is the compass.

This brings us to the next issue that I want to ask, which is: *What are the key ingredients and who should do what?* Suddenly, there is a crisis. Let us go back to the GFC, the Great Financial Crisis. You know that, when you are in the peak of the crisis, there is a political appetite to do “all that it takes”, as Mario Draghi said, within the mandate. So, in London, in 2008, indeed, there was a great

los déficits; no engañarse con la idea de que la inflación genera empleos o que la inflación contribuye a disminuir el desempleo; no engañarse pensando que podrían nombrar amigos en la junta de gobierno o el comité de política monetaria, y esperar que a fin de cuentas se obtengan resultados profesionales. Este es un mundo complejo. Aquellos designados a cargos en el banco central deben ser leales al banco central y no a quienes los nombraron. Este es un tema extremadamente relevante que es parte de la estructura del ADN de un banco central independiente.

Independencia no significa anarquía; es mejor llamarla autonomía. En el pasado, Stanley Fischer le llamaba la diferencia entre independencia de objetivos e independencia de instrumentos, o tal vez mejor aún, autonomía. La clave es que los funcionarios elegidos puedan decidir sobre los objetivos, pero, una vez que hayan decidido sobre ellos, se requiere que decidan de manera profesional. Esa es la brújula.

Esto nos lleva al siguiente cuestionamiento: ¿cuáles son los ingredientes clave y quién debería hacer qué? De repente, surge una crisis. Volvamos a la crisis financiera de 2008. Sabemos que, cuando nos encontramos en la cúspide de la crisis, hay apetito político por hacer todo aquello que Mario Draghi describió como “hacer todo lo que se requiera” dentro de lo establecido por el mandato. Así, en Londres, en 2008, hubo una gran convergencia: “haremos todo lo que se requiera y salvaremos al sistema”. El problema no es cómo extinguir un incendio. El problema es cómo crear un sistema que evite el siguiente incendio. Pero, dado que las temperaturas ya son más bajas, hay mucho menos apetito por encontrar la respuesta.

Creo que, anticipándonos a cualquier crisis, debemos tener una respuesta para cinco preguntas fundamentales: “¿quién debe hacerlo?”, “¿cuándo debe hacerse?”, “¿por qué debe hacerse?” y “¿dónde debe hacerse?”. Una vez respondidas dichas preguntas, podemos pasar al aspecto técnico de “cómo debe hacerse”. Creo que esto es extremadamente importante porque, de otra forma, estaríamos cayendo en el mismo síndrome que hemos padecido en la década pasada: los bancos centrales se están convirtiendo en la única apuesta. En un principio, los bancos centrales lo consideraban un cumplido. Sin embargo, creo que es un cumplido bastante ambiguo. Es un cumplido muy ambiguo porque, si las cosas no funcionan, entonces es su responsabilidad.

convergence: “We will do everything, and we will save the system.” The problem is not how to extinguish a fire. The problem is how to create a system that prevents the next fire. But, because the temperatures are already lower, there is much less appetite for this.

I think we should have, in advance of a crisis, an answer to four *Ws* and one *H*. The *Ws* are “*Who should do it?*”, “*When should it be done?*”, “*Why should it be done?*”, and “*Where should it be done?*”. Once you answer those questions, you can go to the technical issue of “*How should it be done?*” I think it is extremely important, indeed, because otherwise, we would be falling into the syndrome that happened in the past decade: central banks becoming the only game in town. At the beginning, they viewed this as a compliment. I think it is a rather dubious compliment. It is a very dubious compliment because, if things go wrong, it is your responsibility.

When you travel in the United States to the West Coast, on the highways, you see a lot of little stores that sell ceramics with signs saying, “Don’t touch. If you break it, you own it.” And, indeed, you go into the store, you look around, and you know that if you touch it and break it, you will have to pay for it. It is not only a matter of “I am a good citizen, and therefore I am jumping in to save this because the other authorities do not participate.” There is a decision to be made: “Do you or do not you enter into territory that is not yours?” I think the answer should be not to enter into what is good in the short term but rather into what is good in the long term. And, do you have the tools to deal with this? I think that, for example, the environment and climate change are very important subjects. However, does the central bank have the tools to deal with it? Maybe yes, maybe not. There are some topics for which you do not have the tools, but if you engage in these issues, you obviously are liable, and the point is that you lose legitimacy.

With this in mind, I would like to move now to “Are we really in a global world?” We are, but not always. I think that, in many areas, emerging markets have been ahead of the curve paradoxically—definitely in the area of inflation targeting, definitely in the area of dealing with crises. The first statement is true about Mexico, Israel, and many of the smaller countries. No country has regretted adopting inflation targeting as a mechanism for addressing high inflation and lowering inflation. And the reasons



De izquierda a derecha: Daniel Chiquiar, Alejandro Díaz de León y Oscar Durán, Director de Vinculación Institucional y Comunicación, Banco de México

From left to right: Daniel Chiquiar, Alejandro Díaz de León, and Oscar Durán, Director of Institutional Liaisons and Communications, Banco de México

En Estados Unidos, cuando uno viaja por carretera hacia la Costa Oeste del país, puede apreciar muchas tiendas pequeñas que venden piezas de cerámica y con letreros que dicen “No tocar. Si lo rompe, tendrá que pagarlo”. En efecto, uno entra a la tienda, mira la cerámica y sabe que, si la toca y la rompe, tendrá que pagarla. No es solo cuestión de pensar “soy un buen ciudadano y, por lo tanto, voy a participar activamente en solucionar la situación porque las demás autoridades no lo están haciendo.” Es una decisión que hay que tomar: ¿va uno a adentrarse o no en un territorio que no es suyo? Creo que la respuesta no debe ser participar en lo que es bueno a corto plazo sino en lo que es bueno a largo plazo. Pero, además, ¿cuenta uno con las herramientas para lidiar con ello? Creo que el medio ambiente y el cambio climático son temas muy importantes. Sin embargo, ¿cuenta el banco central con las herramientas para lidiar con esto? Quizás sí, quizás no. Hay algunos temas para los que no se cuenta con herramientas, pero si los introducen, obviamente se vuelven responsables, y el punto es que se pierde legitimidad.

Con lo anterior en mente, quisiera analizar ahora el tema de si realmente somos un mundo globalizado. Lo somos, aunque no siempre. Creo que, en muchas áreas, los mercados emergentes han estado paradójica y definitivamente más adelantados en lo relativo al establecimiento de objetivos de inflación y a la gestión de crisis. La primera afirmación es verdadera respecto a México, Israel y muchos países más pequeños: ningún país se ha arrepentido de adoptar los objetivos de inflación como mecanismo para hacer frente a una inflación alta y reducirla. Y las razones son bien conocidas. Empieza uno el juego sin credibilidad, por lo tanto, se necesita tener un criterio muy explícito y visible como guía. Se es explícito y todo el mundo sabe lo que uno está haciendo. Sin embargo, en los últimos años ha surgido cierta confusión ya que, en algunos países, hubo propuestas para aumentar el objetivo de inflación —en particular en Estados Unidos. Si se eleva el objetivo de inflación, existe una mejor oportunidad de funcionar con una situación de lo que conocemos como la cota inferior de cero. Me alegro que esta propuesta no se haya adoptado. No obstante, la razón por la que se presentó fue para enfatizar la diferencia entre aquellos cuyo objetivo es mantener la estabilidad de precios o disminuir o aumentar ligeramente la tasa de inflación, y aquellos cuyo objetivo es disminuir la inflación para lograr

are well-known. You start the game with no credibility, so you really need to have a very explicit, visible criterion that guides you; you are explicit, and everyone knows what you are doing. There has been confusion during the past few years as, in some places, there were proposals to raise the inflation target —especially in the United States. You raise the inflation target, and then you have a better chance to operate with the situation of what we call the zero lower bound. I am glad this was not adopted. The reason why I put it on the table is to highlight the difference between those whose target is to maintain price stability or to lower or raise a little bit the inflation rate, and those whose objective is to lower inflation towards price stability. Both of them are called inflation targets, and it is, in a way, a misnomer because they are very different regimes. In this regard, emerging markets have been ahead of the game. For example, during the GFC, Latin America and Southeast Asia suffered less than Europe and even the United States. Why? Because they have been lucky to have had their crises years earlier and therefore strengthened a bit more their financial and banking systems. Is the system today safer than it was? Obviously, yes. Especially, the banking system, having now more capital, more liquidity, and less leverage. It is well known. But let me tell you, the crisis of tomorrow will not be the same as the crisis of yesterday, so we need to have a little bit more safety space to address this.

As I came into the room, I asked people in the coffee break to list the major concerns of today’s world. I asked both economists and non-economists; it did not matter. And I wrote down a list. The list is this: Brexit, the European Union, terrorism, protectionism, low productivity, high poverty, Ukraine, trade sanctions, structural policy, US-China tensions, Trump, political uncertainty, demography, labor force participation, commodity prices, and global warming. What do all of these things have in common? None of them can be dealt with using monetary policy. For goodness sake, this is important. So, being the only game in town is fine, but you are not the only doctor in town. In fact, it would be a mistake for a dentist to treat someone with a heart attack. Maybe this could aggravate the heart attack. So, that is lesson number one, as important as we are.

la estabilidad de precios. Ambas propuestas se conocen como regímenes de objetivos de inflación y esto, en cierta forma, es un nombre equivocado porque son regímenes muy diferentes. En este sentido, los mercados emergentes han estado a la delantera del juego. Por ejemplo, durante la crisis financiera de 2008, América Latina y el Sudeste Asiático sufrieron menos que Europa e incluso que Estados Unidos. ¿Por qué? Porque han tenido la suerte de haber experimentado crisis años antes y, por lo tanto, han tenido la oportunidad de fortalecer un poco más sus sistemas financieros y bancarios. ¿El sistema actual es más seguro de lo que anteriormente era? Por supuesto que sí, en particular el sistema bancario, que ahora cuenta con más capital, más liquidez y menos apalancamiento. Eso es bien sabido. Pero déjenme decirles que las crisis del futuro no serán iguales a las del pasado. Por lo tanto, necesitamos contar con un mayor margen de maniobra para abordar estos temas.

Mientras ingresaba al auditorio, durante la pausa para tomar café, les pedí a los invitados que listaran las principales preocupaciones en el mundo hoy en día. Me dirigí tanto a economistas como no economistas, eso era lo de menos, y escribí una lista. La lista incluye: el Brexit; la Unión Europea; el terrorismo, el proteccionismo y la baja productividad; la gran pobreza; la situación en Ucrania; las sanciones comerciales; la política estructural; las tensiones entre Estados Unidos y China; la postura de Trump; la incertidumbre política; la demografía; la participación de la fuerza laboral; los precios de las materias primas y el calentamiento global. ¿Qué tienen en común todas estas preocupaciones? Ninguna de ellas puede resolverse utilizando la política monetaria. Esto es importante, por amor de Dios. Así que ser la única apuesta está bien, pero la política monetaria no es la única posibilidad, el único médico disponible. De hecho, sería un error que un dentista tratara pacientes con un ataque cardíaco; ello quizás agravaría el problema. Así que esa es la lección número uno: una lección igual de importante a lo que somos nosotros.

Lección número dos. Dado que implementamos una política monetaria expansiva y disminuimos las tasas de interés, ahora nos encontramos en un territorio de tasas de interés negativas para una proporción muy significativa de deuda en los mercados. Así que la pregunta es: ¿esto es normal? y ¿por qué sucedió? La respuesta que tenemos es que no se puede descarrilar la recuperación o agravar la

Point number two. As we did the monetary expansion and lowered interest rates, we are now in a negative interest rate territory for a very significant proportion of debt in the markets. So, the question is: “Is this normal and why is it there?” The answers are that we cannot derail the recovery or aggravate the slowdown, and therefore we need to stay there for a while. And all the central banks today—the major central banks—in their statements say: as long as the inflation rate is below the 2% target (or in Europe, 2% or a little bit less), we will continue our accommodative monetary policy. I do not want to say Japanization, but don’t you feel that we are pushing on a string?

Now, if this was only pushing on a string without results, that is fine. But the question is, are there other things in the background that aggravate costs and make us even more vulnerable? Do we divert investments from plants and equipment towards financial markets? Do we induce companies to make buybacks instead of investing in plants and equipment? Do we weaken significantly and particularly important elements in the financial sector like the pension system and the insurance system? And if we do, is that not the mechanism by which monetary policy affects the economy? And, if we weaken that link, do we not weaken the effectiveness of monetary policy? So, the list is long. Do we not push people to take higher risks, given that they cannot get otherwise higher yields? In short, do we increase financial vulnerability? And if we do, are we not playing with fire? Because at the end of the day, most of the crises—and I dare to say, the next one—will come from the financial sector. So, I think that the idea of putting financial stability at par with price stability in the context of globalized financial markets really has to be also translated into the guidelines for monetary policy.

Every central bank will tell you “Of course, we look at financial markets.” Yet, when you look at their announcements, they look at a single variable: price inflation. I will be the last one to say that price inflation is not important—of course, I make a living by lowering inflation—but the point is that there is a big difference between a country that has hyperinflation that lowers it (where you have to focus on it) versus a country that has price stability, around the target or symmetric; in that case, your financial markets are important.

desaceleración y, por lo tanto, habrá que permanecer en esta situación por un tiempo. Y en la actualidad, todos los bancos centrales —los principales bancos centrales— declaran en sus comunicados: mientras la tasa de inflación esté por debajo del objetivo de 2% (o en el caso de Europa, 2% o poco menos de 2%), continuaremos con una política monetaria acomodaticia. No quiero referirme a la “japonización”, pero ¿no creen que ya estamos forzando demasiado los límites de la política monetaria?

Si esto solo implicara forzar los límites sin obtener resultados, no habría problema. Pero la pregunta es: ¿existen otros factores de fondo que pudieran agravar los costos y hacernos aún más vulnerables? Por ejemplo, ¿debemos desviar las inversiones en fábricas y equipos hacia los mercados financieros? ¿Inducimos a las empresas a hacer recompras en lugar de invertir en fábricas y equipos? ¿Debilitamos elementos importantes y significativos del sector financiero como el sistema de pensiones y el sistema de seguros? Y si lo hacemos, ¿no es ese el mecanismo por el cual la política monetaria afecta a la economía? Y, si debilitamos ese vínculo, ¿no debilitamos la eficacia de la política monetaria? La lista es larga. ¿Acaso no presionamos a la gente para que asuma mayores riesgos porque de otra manera no pueden obtener mayores rendimientos? En resumen, ¿incrementamos la vulnerabilidad financiera? Y, si lo hacemos, ¿no estamos jugando con fuego? Porque a final de cuentas, la mayoría de las crisis —y me atrevo a decir que la próxima crisis— se originan en el sector financiero. Por lo tanto, la idea de considerar la estabilidad financiera a la par de la estabilidad de precios en el contexto de mercados financieros globalizados también debe reflejarse en las directrices de la política monetaria.

Todos los bancos centrales dirán: “Por supuesto que consideramos los mercados financieros”. Sin embargo, cuando leemos sus anuncios de política monetaria, vemos que consideran una sola variable: la inflación. Seré el último en decir que la inflación no es importante —por supuesto, me he ganado la vida trabajando en reducir la inflación— pero la cuestión es que hay una gran diferencia entre un país que tiene una hiperinflación y que trabaja por reducirla (que requiere enfocarse en ella) y un país que cuenta con estabilidad de precios, alrededor del objetivo de inflación o

My last remark has to do with the division of labor. It is argued that central banks should not interfere in or mention fiscal policy and, in exchange, fiscal authorities will not interfere in or mention monetary policy. That is a false analogy and it is a misnomer. The reason why central banks should be concerned with fiscal positions, with protectionism, with —you name it— is because the implications of such measures have a profound effect on the conduct of monetary policy. And it is therefore imperative that they should say something about it. We are not buying votes, nor a license to speak. If the central bank has a strong research department and has capabilities to express a view, I would not be reluctant to use them. Now, in Israel, it is part of the central bank’s job to make a statement of this type, and therefore we do not go into this debate.

I was on a plane a few days ago, and the cabin microphone was on. Do not be scared, it is just an analogy. The microphone was on and you could hear the two copilots fighting with each other. What do you think the passengers did? They buckled their seatbelts. Some of them started to pray. Those who had investment plans said, “I will put it on hold”. And then, when they came off the plane, they were told that the same happened to everyone and therefore somehow investment was low. Big deal. Are you surprised that investment is low, when you had the two major copilots fighting each other? The leaders of the two largest countries in the world? So, should the central bank have a view about these measures? Of course, it should! If the state of the economy is important, then this is very important. And, if they feel that somehow trade is a multilateral issue and not a bilateral issue, that the supply chain is important, that tariffs are not the instrument, I do not see why we should not have a view. Why are we professionals, if not for this?

Now, the reason why central banks were granted autonomy —and what we call independence— is precisely because they are the guardians of a public good. The intrinsic bias in a democratic system is that elected officials really are much more interested in the short term. Ken Rogoff was at the head of the game in this regard. He published in the eighties a path-breaking paper on why the governor of a central bank should be, on average, more conservative than the average person, because he needs to offset the less conservative parts of the tendencies and the biases. But notice what he

alrededor del objetivo simétrico, y en donde los mercados financieros son importantes.

Mi último comentario se refiere a la división del trabajo. Se argumenta que los bancos centrales no deben interferir o mencionar la política fiscal y, a cambio, las autoridades fiscales no interferirán o harán mención de la política monetaria. Esa es una falsa analogía y un término equivocado. La razón por la que los bancos centrales deberían preocuparse por las posturas fiscales, por el proteccionismo, por lo que quieran ustedes, es porque las implicaciones de tales medidas tienen un efecto profundo en la conducción de la política monetaria y, por lo tanto, es imperativo que los bancos centrales se pronuncien al respecto. No estamos comprando votos ni un permiso para expresarnos. Si el banco central cuenta con una dirección de investigación económica sólida, capaz de expresar un punto de vista, yo no me mostraría reacio a utilizarla. Ahora bien, en Israel, parte del trabajo del Banco Central es hacer una declaración de este tipo y, por lo tanto, no entramos en este debate.

Hace unos días, en un vuelo, el micrófono de la cabina estaba encendido. No se asusten, es sólo una analogía. El micrófono estaba encendido y se podía escuchar como los dos copilotos estaban peleando. ¿Qué creen que hicieron los pasajeros? Se abrocharon los cinturones de seguridad. Algunos de ellos comenzaron a rezar. Aquellos que tenían planes de inversión dijeron que los pospondrían. Y luego, cuando los pasajeros bajaron del avión, se les dijo que lo mismo pasaba en todo el mundo y que, por lo tanto, la inversión, de alguna manera, era baja. Vaya situación. ¿Les sorprende que la inversión sea baja, cuando los dos principales copilotos están peleando entre ellos? O ¿los líderes de los dos países más grandes del mundo? Entonces, ¿el banco central debería opinar sobre estas medidas? ¡Por supuesto que sí! Si el estado de la economía es importante, entonces esto es muy importante. Y si creen que, de alguna manera, el comercio es una cuestión multilateral y no bilateral, que la cadena de suministro es importante, que los aranceles no son el instrumento, no veo por qué los bancos centrales no deberíamos externar una opinión. ¿Para qué somos profesionales si no para esto?

Ahora bien, la razón por la que se otorgó autonomía a los bancos centrales —lo que denominamos independencia de los bancos centrales— es precisamente porque son los

says: he says that the central bank should not necessarily be like the average person. That is the strongest thing to say: do not politicize the central bank because, if you do, you will have a short-term bias, whereas it needs to be a medium-term bias. The two public goods that central banks now produce are price stability and financial stability. And we need to ask ourselves: *Do we produce the institutional mechanism that will enable us to internalize those externalities and those issues of the public good?*

I thus conclude my remarks by saying: Number 1. Do not declare victory prematurely. Number 2. Professionalism is important. Number 3. Protect the institutions. You built them; therefore, protect them. The paradox is that the central bank is a creation of the political system which uses its wisdom to create some bodies that will offset its intrinsic biases. And yet the very same political system occasionally becomes the one that wants to destroy that central bank. And the central bank should have —and this is not a question of personalities— an institutional setup that should protect us from ourselves.

Let me just conclude with one little story. Are there ministers of finance in the room, by the way? I know there are former ministers of finance. So, the story goes that a guy came to visit his friend, the governor of the central bank. The governor gets a phone call, picks up the phone and says, “No, no, no.” Ten times, “No.” And then he says, “Yes,” and then ten times “No.” So when he hangs up, and his friend says, “Mr. Governor, who was it?” —“It was the minister” —“What were the ‘No’s’?” —“He wanted me to do something” —“And what was the ‘Yes’?” —“He asked me if I could hear him.”

Thank you very much.

guardianes de un bien público. En un sistema democrático, el sesgo intrínseco es que los funcionarios elegidos están realmente mucho más interesados en el corto plazo. Ken Rogoff estaba a la vanguardia en este sentido. En los años ochenta, publicó un documento pionero sobre porqué el gobernador de un banco central debe ser, en promedio, más conservador que la persona promedio: porque necesita compensar las partes menos conservadoras de las tendencias y los sesgos. Pero fíjense en lo que dice en realidad: dice que el banco central no necesariamente debe ser como la persona promedio. Esta es la forma más enfática de decir que el banco central no debe politizarse porque, de lo contrario, tendrá un sesgo de corto plazo y el sesgo debe ser de mediano plazo. Actualmente, los dos bienes públicos bajo resguardo de los bancos centrales son la estabilidad de precios y la estabilidad financiera. Y debemos preguntarnos si estamos produciendo el mecanismo institucional que nos permitirá internalizar dichas externalidades y cuestiones del bien público.

Por lo tanto, concluyo mis comentarios diciendo: número uno, no se debe cantar victoria prematuramente. Número dos, el profesionalismo es importante. Número tres, hay que proteger las instituciones. Ustedes las construyeron y deben protegerlas. La paradoja es que el banco central es una creación del sistema político que utiliza su sabiduría para crear algunos organismos que compensen sus sesgos intrínsecos. Sin embargo, el mismo sistema político en ocasiones se convierte en lo que quiere destruir a ese banco central. Y el banco central debería tener —y esto no es una cuestión de personalidades— un andamiaje institucional que nos proteja de nosotros mismos.

Permítanme concluir con una pequeña historia. Por cierto, ¿hay algún ministro de finanzas en esta sala? Sé que hay exministros de finanzas. La historia cuenta que un tipo fue a visitar a su amigo, el gobernador del banco central. Así que el gobernador recibe una llamada, levanta el auricular del teléfono y externa “no, no, no” diez veces. Y luego responde “sí” y luego “no” otras diez veces. Así que cuando cuelga y su amigo le pregunta “¿Quién llamaba?”, el gobernador responde “Era el ministro”. “¿Por qué le dijo ‘no’ tantas veces?” pregunta el amigo. “Por qué quería que hiciera algo”, responde. “¿Y a qué le dijo que sí?” —“Me preguntó si lo estaba escuchando”.

Muchas gracias.

ROBERTO DE OLIVEIRA CAMPOS NETO GOVERNADOR, BANCO CENTRAL DE BRASIL

PANEL INTERNACIONAL

Muchas gracias a todos, particularmente a Alejandro Díaz de León por la invitación.

Es un trabajo difícil venir aquí y decir algo interesante después de haber escuchado al Dr. Frenkel. Les garantizo que no será tan entretenido. Pero al menos encontré la respuesta a una pregunta ya muy añeja, de por qué Brasil es siempre el país del mañana y es porque estamos demasiado lejos tanto de Dios como de los Estados Unidos. También habrán notado que hay un corredor de bolsa suelto en la sala, así que el enfoque será un poco diferente.

Me pidieron que hablara sobre la independencia, el cual es un tema muy importante y, al igual que el Dr. Frenkel, en realidad prefiero utilizar el término autonomía a independencia. Es un tema muy importante para nosotros en Brasil porque muy pronto estaremos votando sobre la ley para que el Banco Central de Brasil sea independiente o autónomo. Pero, la pregunta es: ¿qué es autonomía? Esta pregunta siempre está presente y la debatimos mucho tiempo cuando estábamos redactando la ley.

Curiosamente, mi abuelo, Roberto Campos, creó el Banco Central de Brasil en 1964. Hasta donde sé, él fue el primero entre las economías emergentes en diseñar lo que sería un banco central autónomo. Cuando miramos los registros de lo que mi abuelo consideraba que debía ser un banco central autónomo en aquel entonces, estos reflejan tres dimensiones: financiera, operativa y administrativa.

ROBERTO DE OLIVEIRA CAMPOS NETO GOVERNOR, BANCO CENTRAL DO BRASIL

INTERNATIONAL PANEL

Thank you, everyone. Thank you, Alejandro, for the invitation.

It is a very difficult job to come here and say something after Dr. Frenkel. I guarantee it will not be as entertaining. But, at least I found the answer for a long-standing question of why Brazil is always the country of tomorrow: we are too far away from both God and the United States. You may also have noticed that there is a loose trader in the room, so the approach might be a little bit different.

I was asked to talk about independence and it is very important; and as Dr. Frenkel said, I actually prefer the term autonomy to independence. It is a very important topic for us in Brazil because we are about to vote on the law to make the Brazilian central bank independent or autonomous. But, the question is: what is independence? This question is always present. We debated it for a long time when we were redrafting the law.

Interestingly enough, my grandfather, Roberto Campos, created the Banco Central do Brasil in 1964. And, as far as I know, he was the first one in emerging market countries to draw up what would be an independent central bank. When we look at the records of what he thought would be an independent central bank at that time, 1964, it had three dimensions: financial, operational, and administrative.

Financial refers to the way the bank finances itself and, back then, our central bank was allowed to print money—which is not the reality anymore. Operational refers to the freedom



Roberto de Oliveira Campos Neto

La dimensión financiera se refiere a la forma en la que el banco se financia a sí mismo y, en ese entonces, a nuestro Banco Central se le permitía imprimir dinero, lo cual ya no es así. La dimensión operativa se refiere a la libertad para alcanzar los objetivos. La dimensión administrativa se refiere a la capacidad de elegir a los profesionistas, la estructura física, las tecnologías de información y otras cuestiones similares.

La realidad es que, después de que mi abuelo diseñara la ley, se fundó el Banco Central de Brasil, el cual fue autónomo por cuatro semanas. Después, el presidente cambió de opinión. Mi abuelo estaba muy molesto en ese momento y dijo: “Tengo que ir a hablar con el presidente. Esto es un gran error y él estaría mucho mejor si tuviera un banco central autónomo”. Fue a ver al presidente, que en ese momento era Castelo Branco, y le dijo: “Señor presidente, está cometiendo un gran error”. Y el presidente contestó: “¿Por qué?” Mi abuelo respondió: “Es muy importante tener un banco central autónomo”. Y el presidente preguntó por qué, a lo que mi abuelo respondió: “Bueno, porque el banco central es el guardián de la moneda”. El presidente lo miró y dijo: “Yo soy el guardián de la moneda”.

Por lo tanto, la pregunta que siempre queda por contestar es: ¿cuál es la autonomía óptima? Cuando se consideran las tres dimensiones —financiera, operativa y administrativa— hay una interrelación entre ellas que no siempre es fácil de apreciar.

El otro día estaba sentado con mi colega, el gobernador del Banco de Canadá, Stephen —que se sienta a mi lado en las reuniones del Banco de Pagos Internacionales— y él hablaba sobre cuáles son las dimensiones de la autonomía del Banco de Canadá: seleccionar a las personas y sus profesiones y diferenciar entre las tareas administrativas. Lo miré y le dije: “Ustedes son más autónomos de lo que nosotros alguna vez seremos, incluso si aprobamos la ley”.

En ese sentido, es importante comprender lo que la autonomía representa y de lo que estamos hablando. Creo que la mayoría de la gente se centra en la autonomía operativa, pero hay otras dimensiones que a veces se correlacionan con la libertad que se tiene para hacer las cosas.

Entonces, ¿por qué debemos ser autónomos? Muchos académicos han abordado este tema, analizando los beneficios a corto plazo contra los de largo plazo. Creo que Blinder ha realizado un magnífico trabajo al respecto. Aislar el ciclo político del ciclo monetario es muy importante en

to pursue the targets, and administrative refers to being able to choose careers, physical structure, Information Technology (IT), and things like that.

The reality is that, after he designed the law, the central bank of Brazil was put in place and it was actually independent for four weeks. And then, the president changed his mind. My grandfather was very upset at the time and said, “I have to go and talk to the president. This is a big mistake. He would be much better off having an autonomous central bank.” He went to the president, whom at the time was President Castelo Branco and said, “President, you are making a big mistake.” And the president said, “But, why?” My grandfather replied, “It is very important to have an autonomous central bank.” And the president asked why, to which my grandfather answered “Well, because the central bank is the guardian of the currency.” The president looked at him and said, “I am the guardian of the currency.”

So, the question that always remains is: what is the optimal independence? When you look at these three dimensions —financial, operational, and administrative— there is an interrelation between them that it is not always easy to see.

The other day, I was sitting with my colleague, the Governor of the Bank of Canada, Stephen —he sits next to me at the BIS meetings— and he was talking about the dimensions of the Bank of Canada’s independence: choosing people and their careers, and differentiating between the administrative tasks. I looked at him and I said, “Wow, you are more independent than we will ever be! Even if we pass the law.”

In that sense, it is important to understand what independence is and what we are talking about. I think most people focus on operational independence, but there are other dimensions that sometimes correlate with the freedom to actually do things.

So, why should we be independent? A number of academics have gone through this and looked at short-term gains versus future gains. I think Blinder has done an amazing work on that. Isolating the political cycle from the monetary cycle is very important in emerging markets, and we can still see that in Brazil today. The same is true for the time-inconsistency plague, on which Blinder and Rogoff have done an amazing work.

los mercados emergentes e incluso podemos ver esto en Brasil hoy en día. Lo mismo aplica para el problema de la inconsistencia temporal, sobre la que Blinder y Rogoff han hecho un estudio excepcional.

Pero hay algo que ha sucedido más recientemente, el dilema de las condiciones financieras, que, en mi opinión, —y como dije, soy el corredor de bolsa suelto en la sala— es como sigue. En países con instituciones no tan sólidas pero con mercados relativamente más profundos, incluso cuando el banco central controla la tasa de interés de política monetaria, aún sigue sin controlar cómo esta se propaga a la concesión de préstamos. En muchos países con esta coyuntura, debido a la forma en que fueron tomadas las decisiones —y, en este sentido, reflexiono sobre la historia de Brasil— existe un malentendido en cuanto a que el banco central siempre es capaz de producir condiciones financieras holgadas. Sin embargo, solo puede hacerlo si tiene credibilidad.

En este sentido, las dimensiones de la comunicación y la política son muy importantes, y fueron en las que tuvimos que trabajar en Brasil durante mucho tiempo para llegar a donde estamos.

De hecho, reflexionando sobre el pasado, el 20% de las acciones que el Banco Central de Brasil realizó para lograr condiciones más relajadas en realidad tuvieron el efecto opuesto. Como carecía de credibilidad, el resultado final fue que la tasa de interés para préstamos llegó a ser más pronunciada, el mercado de valores cayó y la moneda se depreció. Al final, en retrospectiva, y después de analizar la situación, nos dimos cuenta que dichas acciones tuvieron el efecto contrario.

Entonces, ¿existe una tendencia hacia la autonomía? Es muy fácil ver que desde la década de los ochenta hasta el año 2000, justo antes de la crisis financiera, la tendencia era clara. Y cuando se analiza la crisis financiera —muchos expertos han trabajado en esto también— es claro que, como mencionó el Dr. Frenkel, la importancia de la autonomía es contundente. Creo que nadie ha cuestionado esto abiertamente.

Sin embargo, cuando me siento con otros gobernadores en algunas de nuestras reuniones, persiste cierta discusión sobre si, en la arena política, el hecho de que la inflación ya no sea un problema en muchos lugares le resta encanto al concepto de autonomía.

But there is one thing that has happened more lately: the financial conditions dilemma, which, in my opinion —and like I said, I am the loose trader in the room— goes as follows. In countries with not very solid institutions but somewhat deeper markets, even when the central bank controls the policy interest rate, it still does not control how that propagates to loan granting. In many of the countries with such conjuncture, because of the way decisions were taken —and I can reflect on the history of Brazil— there is a misunderstanding that the central bank is always able to produce loose financial conditions. However, it can only do that if it has credibility.

So, the two dimensions of communication and policy are very important, and that is what we had to work on in Brazil for a long time to get to where we are.

As a matter of fact, when I look back, 20% of the moves that the central bank of Brazil made to target looser conditions actually had the opposite effect. Since it lacked credibility, the end result was that the interest rate for loans was steeper, the stock market went down, and the currency depreciated. In the end, looking back, and after measuring it, we realized that said moves had the opposite effect.

So, is there a trend towards independence? It is very easy to see that from the 1980s to 2000, right before the financial crisis, there was a clear tendency. And when you look at the financial crisis —a lot of people have done work on that too— it is clear that, as mentioned by Dr. Frenkel, the importance of independence is conclusive. I think nobody questioned that openly.

However, when I sit with other governors in some of our meetings, there is a certain discussion of whether, in the political arena, the fact that inflation is no longer a problem in many places takes away from the beauty of independence.

So, the question is: was independence created to fight inflation? There is a perception, not in academics, not in economists, not in the people in central banks, but when you talk to politicians, there is a feeling that you do not need to be as independent as you were in the past because inflation is under control, and you can see that even in some emerging market countries.

And the second question refers to unconventional tools. There has been a long debate, that still remains unanswered,

Entonces, la pregunta es: ¿se estableció la autonomía para combatir la inflación? Existe tal percepción, pero no entre académicos, economistas o personas que trabajan en los bancos centrales, sino cuando se habla con los políticos, pues ellos tienen la percepción de que no es necesario que los bancos centrales sean tan autónomos como lo fueron en el pasado, porque la inflación está bajo control, y eso se puede constatar incluso en algunas economías emergentes.

Otra pregunta se refiere a las herramientas no convencionales. Ha existido un largo debate al respecto y todavía no se ha respondido si el conjunto de herramientas no convencionales es un instrumento que podría haber perjudicado un poco la credibilidad en términos de cómo los políticos ven el espectro de las funciones que los bancos centrales podrían realizar.

Pero, al final, hemos tenido grandes beneficios en el proceso. La mayor autonomía de los bancos centrales llevó a tener menor inflación, a una inflación más estable y, como lo demuestra el trabajo de Lawrence Summers, a que las posibilidades de mantener la inflación en un nivel bajo se incrementaran en 50%.

Antes de venir a este evento, estuve analizando algunos datos de mercados emergentes como Brasil, Argentina y Colombia, y siempre hay evidencia de que, cuando se tiene la percepción de que se está perdiendo autonomía, la prima de riesgo comienza a subir de manera instantánea. En realidad, cuando vemos a Argentina y a Brasil, siempre es cierto que, cuando el mercado tiene la percepción de que el banco central es más autónomo, el extremo largo de la curva de rendimientos tiende a aplanarse. En ese sentido, el Banco de México ha hecho un trabajo extraordinario y siempre ha sido un ejemplo por seguir, con Agustín Carstens y ahora con Alejandro Díaz de León. El Banco de México ha sido un buen ejemplo de cómo la credibilidad siempre estabiliza la parte larga de la curva, que representa el costo de financiamiento de proyectos importantes para la economía.

Para las economías emergentes, la autonomía es esencial para romper la mala dinámica de carecer de credibilidad. Aunque no es privativo únicamente de Brasil, lo usaré como ejemplo. Debido a esta falta de credibilidad, el canal de transmisión de la política monetaria no es fuerte y el público no cree tanto en la institución, por lo que la curva de rendimiento es empinada. En este contexto —y considerando que la mayoría de

of whether the unconventional toolbox is an instrument that could have impaired a little bit the credibility in terms of how politicians look at the spectrum of what central banks could do.

But, in the end, there has been a huge gain in the process. Greater central bank independence produced lower inflation, more stable inflation, and —as the work of Lawrence Summers shows— the chances of keeping inflation low increased by 50%.

Before coming here, I was looking at some of the evidence in emerging markets like Brazil, Argentina, and Colombia, and there is always evidence that, when you have the perception of losing independence, the risk premium starts to rise almost instantaneously. Actually, when you look at Argentina and Brazil, it is always true that, when the market has a perception that the central bank is more independent, the yield curve's long end tends to be flatter. In that sense, Banco de México has done an amazing job. It has always been an example for us to look up to, with Mr. Agustín and now with Mr. Alejandro. Banco de México has been a good example of how credibility always stabilizes the end of the curve, which represents the financing cost of significant projects for the economy.

For emerging market economies, independence is very important to break the bad dynamic of not having credibility. Although it is not only the case of Brazil, I use it as an example. Because of said lack of credibility, the channel of monetary policy is not strong, and the public does not believe in the institution as much, so the yield curve is steep. In this context, and considering that most of the projects that matter for the economy run in the medium or long term and that the internal rate of return is usually lower than the yield curve's long end, you need to subsidize those projects to make them available. Then, this turns into a fiscal story where the more you subsidize, the more the curve gets steeper, and the more you have to subsidize.

So, I think part of the explanation of what happens in Brazil and why for the first time we have been able to finance private projects with private money is that we had this credibility shock and we think that by implementing our central bank's independence we will further strengthen this case.

los proyectos que son importantes para la economía funcionan a mediano o largo plazo y que la tasa interna de retorno suele ser inferior al extremo largo de la curva de rendimientos—, es necesario subsidiar esos proyectos para que estén disponibles. Esto entonces se convierte en un círculo vicioso fiscal en el que cuanto más se subsidia, más se empina la curva y más hay que subsidiar.

Por lo tanto, creo que parte de la explicación de lo que sucede en Brasil y de por qué por primera vez hemos podido financiar proyectos privados con dinero del sector privado es que hemos sufrido este choque de credibilidad y por ello creemos que al implementar la autonomía de nuestro banco central reforzaremos aún más esta idea.

Ahora bien, ¿cuál es la situación actual en Brasil? El Banco Central de Brasil no puede financiar al Ministerio de Hacienda. El Banco Central de Brasil requiere comprar bonos del tesoro para conducir la política monetaria. Tiene el monopolio sobre la emisión y controla todas las posiciones de divisas con total autonomía. Las reservas en Brasil representan alrededor de 20% del PIB, por lo que son muy relevantes en términos de la cantidad de deuda que se tiene que emitir para financiar dichas reservas.

El Banco Central de Brasil no establece sus propios objetivos. Existe un comité formado por el ministerio de finanzas, el banco central y el ministerio de economía que establece los objetivos. Tenemos una enorme rendición de cuentas, asistiendo a diversas comparecencias ante el Congreso. Justamente estuve en dos de ellas la semana pasada.

Hay un estudio que muestra que, en los países que tienen instituciones de calidad media, el banco central tiene más poder de autonomía en términos de la reducción de la inflación y eso se percibe diariamente. De hecho, cuando hablamos con los inversionistas, están más preocupados por la autonomía del Banco Central que el público general, lo que es una señal de que la gente que quiere invertir a largo plazo en Brasil quiere contar con mejores instituciones. Creemos que la autonomía legal consolidará bajos niveles de inflación y reducirá los costos de financiamiento. Igualmente, eliminará tres cuestiones que están muy presentes en varias economías emergentes: una inflación promedio más alta, ajustes en las expectativas en años electorales—lo que crea perturbaciones y retrasa las inversiones—, y una mayor dispersión de las expectativas durante periodos de tensión

Now, what is Brazil's current case? The central bank of Brazil is not allowed to finance the treasury. The central bank of Brazil needs to buy bonds from the treasury in order to perform monetary policy. It has a monopoly over emission. It controls all the FX positions with complete independence. The reserves in Brazil are more or less 20% of GDP, so they are very relevant in terms of the stock of debt that has to be issued to finance those reserves.

In the central bank of Brazil, we do not set the goals. There is a committee formed by the ministry of finance, the central bank, and the ministry of economy that sets the goals. And we have huge accountability, with many hearings before Congress. I was in two hearings just last week.

There is a study that shows that in countries that have medium quality institutions, the independence of a central bank has more power in terms of lower inflation, and we can see that on a daily basis. And actually, when we talk to investors, they are more worried about the independence of the central bank than the local public, which is a sign that people who want to invest long-term in Brazil want to see better institutions. We think that legal independence will consolidate low inflation and lower the cost of funding. It will also eliminate three things that are very present in a lot of emerging markets: higher median inflation, expectations adjustments in election years—which create disruptions and delay investments—, and higher forecast dispersion during political stress. When you have less central bank independence (and I think this is what is happening in a lot of countries today), you have higher inflation uncertainty in polarized political situations, because the policies could be very different.

So, we are now moving towards legal autonomy in Brazil. The issue should be voted on in a couple of weeks. We are talking about a mandate for inflation and financial stability, and deputies and governors with four-year terms. There will be no coincident mandates for governors and presidents, their positions will be staggered and they will coincide as officials only two of their four years in office. There will be a staggered deputy turnover; thus, we will have eight deputies, and two will be elected every year, for a four-year period. For the first time, we will have protection against unjustified dismissal. And I think what is very important for us is that we are going to be able to have more freedom



Roberto de Oliveira Campos Neto

política. Cuando un banco central es menos independiente (y creo que esto es lo que actualmente está ocurriendo en muchos países), se tiene una mayor incertidumbre inflacionaria en situaciones políticas polarizadas, porque las políticas podrían ser muy diferentes.

Actualmente estamos avanzando hacia la autonomía legal en Brasil. La votación en torno a este tema será en un par de semanas. Estamos hablando de un mandato para la inflación y la estabilidad financiera y de subgobernadores y gobernadores con periodos de gestión de cuatro años. No habrá mandatos coincidentes para gobernadores y presidentes, sus posiciones estarán escalonadas y coincidirán como funcionarios solo dos años de los cuatros de sus mandatos. Habrá una rotación escalonada de los subgobernadores, por lo que tendremos ocho subgobernadores y dos serán elegidos cada año para periodos de cuatro años. Por primera vez, tendremos protección contra el despido injustificado. Creo que lo más importante para nosotros es que vamos a tener más libertad que la que tenemos hoy en día para crear instrumentos que mejoren el canal de política monetaria. Por ejemplo, en Brasil no contamos con depósitos remunerados, de tal manera que a medida que las reservas se incrementan, la liquidez es más difícil de controlar. Pero aquí no estamos hablando de autonomía financiera ni administrativa. Solo estamos hablando de autonomía operativa, que consideramos es lo que podemos conseguir en este momento. Creo que esto es importante y será un logro muy significativo.

Dado que estoy acercándome al final de mi exposición, la reflexión final que quisiera hacer es por qué esto es importante.

Hacia adelante, ¿cuáles son los mercados financieros del futuro? Una de las cosas a las que siempre presto atención en los debates de las personas que trabajan en los bancos centrales y en el Banco de Pagos Internacionales es que hablamos mucho de lo que tenemos que hablar: la inflación, los mandatos, si las dos dimensiones de política y comunicación deben mejorar, etcétera. Pero creo que tenemos que entender que estamos muy cerca de una profunda transformación en el ámbito de la intermediación financiera en su conjunto.

La nueva industria bancaria será cada vez más una industria de servicios de información, pagos rápidos, menos fronteras, más conectividad y transferencias globales. La ciberseguridad se convertirá, y de hecho ya lo es en algunos casos, en una fuente de preocupación muy importante, a veces incluso más que los estados financieros de los

creating instruments to improve the monetary channel than we have today. For example, in Brazil we do not have remunerated deposits. So, as reserves grow, liquidity becomes more difficult to control. But, here we are not talking about financial nor administrative autonomy. We are just talking about operational autonomy, which we believe is what we can get at this time, and I think it is important and will be a very important mark to achieve.

The question that I would like to ask at the end, and I am about to finish, is: why does it matter?

Looking forward, what are the financial markets of the future? One of the things that always call my attention in the debates of people working at central banks and at the BIS is that we talk a lot about what we need to talk about: inflation, mandates, whether we should improve the two dimensions of policy, and communication. But, I think we need to understand that we are very close to a profound transformation in financial intermediation as a whole.

The new bank industry will become more and more an industry of data services, fast payments, fewer borders, more connectivity, and global transfers. Cybersecurity will become, and is already in some cases, a very important source of concern —sometimes, more than the banks' balance sheet. And we always say that lightning does not strike twice in the same place, so I think the next financial crisis will not come from the balance sheet of banks: it will come from things we are not looking at today, like shadow banking or cybersecurity or something else.

When you look at traditional banks today —and we had just a debate on this at the BIS and I was very emphatic— and you look at the balance sheet of a big European bank over the last twenty years and at some of the things that are happening today, big banks have a price-to-book ratio way below one; their cost/income ratio is sometimes short of 75-80%. By the way, if you are in the financial industry and you have a cost/income of 80%, you can and will be disrupted by technology, because the margin is very slim compared to someone who can do a faster and better platform.

So, there is this new dimension of what technology and innovation bring to us that I believe we need to focus more on. I foresee that in the next three years we will advance more than what we have in the last ten years, in terms of

bancos. Siempre decimos que un rayo no cae dos veces en el mismo lugar, así que creo que la próxima crisis financiera no provendrá del balance financiero de los bancos, sino de aspectos que no estamos vislumbrando hoy en día, como son la banca no regulada, la ciberseguridad o algo más.

Cuando observamos los bancos tradicionales hoy —y acabamos de tener un debate al respecto en el Banco de Pagos Internacionales y fui muy enfático en este sentido— y analizamos el balance financiero de un gran banco europeo durante los últimos veinte años y algunas de las cosas que están sucediendo hoy, los grandes bancos tienen un coeficiente precio/valor contable muy por debajo de uno; su coeficiente de costos/utilidades a veces no llega a 75-80%. Por cierto, si estás en la industria financiera y tienes un coeficiente de costos/utilidades de 80%, la tecnología puede y podrá afectarte, porque el margen es muy estrecho en comparación con alguien que puede desarrollar una plataforma más rápida y mejor.

Por lo tanto, debemos enfocarnos más en esta nueva dimensión aportada por la tecnología y la innovación. Creo que en los próximos tres años avanzaremos más que en los últimos diez en términos de intermediación financiera. Hay muchas cosas importantes en nuestras vidas que están convergiendo hacia un costo marginal de cero, por lo que necesitamos repensar mucho los conceptos habituales que tomamos en consideración.

Una nueva dimensión para abogar por la independencia o la autonomía del banco central es que los Gobiernos no se mueven a la misma velocidad que la tecnología. Cuanto más autónomo seas, tanto más podrás seguir esta transformación a toda velocidad. Este es probablemente una nueva perspectiva a través de la cual podemos analizar el tema. Creo que esta nueva autonomía y esta nueva forma de analizar la autonomía de los bancos centrales serán muy importantes.

Si nos detenemos a pensar en Libra y en todos estos proyectos que actualmente se están llevando a cabo, nos damos cuenta de que surgieron de una demanda que los bancos centrales no están satisfaciendo. La gente quiere formas de pago baratas, rápidas, seguras y transparentes. No les hemos ofrecido eso. Es por eso que todas estas tecnologías se están desarrollando. Así que creo que es hora de que vinculemos la autonomía con los avances tecnológicos.

Gracias.

financial intermediation. There are many things that are important in our lives that are converging to a marginal cost of zero, so we need to rethink a lot the usual concepts that we take into consideration.

One new dimension to advocate for independence or autonomy of the central bank is that governments do not move as fast as technology. The more independent you are, the more you will be able to follow this transformation up to speed. This is probably a new angle through which we can view this. I think that this new independence and this new way of thinking about central bank independence will be very important.

If we stop and think about Libra and all of these other projects that are happening now, we would realize that they arose from demand that central bankers are not satisfying. People want means of payment that are cheap, fast, secure, and transparent. We have not offered that to them. That is why we have all of these technological things going around. So, I think it is time that we connect independence with advancements in technology.

Thank you.

PABLO HERNÁNDEZ

DE COS

GOBERNADOR, BANCO DE ESPAÑA

PANEL INTERNACIONAL

Buenas tardes.

Muchas gracias, gobernador Alejandro, amigo mío, por invitarme a este seminario. Es un verdadero placer estar en México y en el Banco de México.

Permítanme decirles algo que se ha enfatizado esta mañana y es que el Banco de México es actualmente un auténtico referente en muchos aspectos de investigación económica; y creo que esto está muy relacionado y, como dijo antes Jacob Frenkel, depende por completo, de este proceso de autonomía que hoy celebra 25 años.

En mi intervención primero me referiré brevemente a la autonomía del Banco de España, tanto como banco central nacional *per se*, como miembro del Sistema Europeo de Bancos Centrales. Después me gustaría compartir con ustedes algunas reflexiones más generales sobre los desafíos actuales que enfrentan los bancos centrales desde la perspectiva de su autonomía.

La autonomía institucional le fue otorgada al Banco de España en julio de 1994. De esta manera, al igual que para Banco de México, este año marca el vigésimo quinto aniversario de nuestra Ley de Autonomía. La autonomía del Banco de España fue resultado del proceso de integración económica europea. Conforme a los requerimientos establecidos por el Tratado de Maastricht, los bancos centrales de la Unión Europea debían establecer como objetivo prioritario la estabilidad de precios y ser conferidos de un amplio grado de autonomía, tanto política como operativa. La participación en la unión monetaria también entrañaba

PABLO HERNÁNDEZ

DE COS

GOVERNOR, BANCO DE ESPAÑA

INTERNATIONAL PANEL

Good afternoon.

Thank you very much, Governor Alejandro, my friend, for inviting me here today. It is a real pleasure to be in Mexico and at the central bank.

Let me tell you something that was emphasized this morning as well, which is that Banco de México is currently an authentic reference in many aspects of economic research. I think that it is very much connected and, as Jacob Frenkel said before, it absolutely depends on this process of autonomy that today celebrates 25 years of existence.

In my address, I shall first refer briefly to the independence of the Banco de España, both as a national central bank in itself but also as a member of the European System of Central Banks. Then, I would like to share with you some more general thoughts about current challenges to central banking from the perspective of their independence.

The Banco de España was granted institutional independence in July 1994. So, this year, as is the case with Banco de México, marks the 25th anniversary of our Autonomy Law. The independence of the Banco de España came about as part of the European economic integration process. Following the requirements laid down in the Maastricht Treaty, central banks in the European Union were meant to pursue the primary objective of price stability and be vested with a large degree of independence, both political and operational. Participation in the monetary union also entailed a change in the relationship between the Treasury and the



Pablo Hernández de Cos

un cambio en la relación entre el ministerio de finanzas y el banco central para incorporar la prohibición de otorgar financiamiento monetario para cubrir déficits públicos.

La autonomía de los bancos centrales se concedió con un alto grado de protección legal y, de hecho, ningún país de la Unión Europea puede modificarla de manera discrecional. Por supuesto, la autonomía de los bancos centrales no significa que puedan manejarse con arbitrariedad, ya que dicha autonomía está bien compensada por los requerimientos y prácticas de una elevada transparencia y rendición de cuentas.

El otorgamiento de autonomía al Banco de España, algunos años antes de la introducción del euro como moneda común, reflejó la fuerte decisión de España de convertirse en miembro fundador de la Unión Económica y Monetaria Europea (UEM). También fue resultado de una firme convicción política respecto a los beneficios que generan la estabilidad de precios y la conveniencia de delegar la consecución de este objetivo a un banco central autónomo. La estabilidad de precios requiere una orientación a mediano plazo y la autonomía de la autoridad monetaria genera credibilidad al ayudar a mantener ancladas las expectativas de inflación, al tiempo que evita problemas de inconsistencia temporal. Estas razones fueron particularmente convincentes para la economía española a la luz de la experiencia previa de una inflación relativamente alta.

La autonomía del Banco de España, junto con el nuevo marco de política monetaria basado en un régimen de objetivos directos de inflación, fue decisiva para reducir la inflación y cumplir con los requerimientos del Tratado de Maastricht en un corto tiempo. En este sentido, la experiencia española en relación con la adhesión a la UEM representó un salto cualitativo hacia adelante en términos de credibilidad, comunicación y transparencia, que facilitó el anclaje de las expectativas de inflación a un nuevo régimen de estabilidad de precios, proporcionando un eje central para la negociación colectiva de salarios y la fijación de precios regulados, entre otros.

La tarea de controlar la inflación no recayó por completo en los hombros del Banco de España, ya que el país mostró una voluntad política fuerte y creíble para la reducción de la inflación, lo que contribuyó a lograr el papel de anclaje de toda la estructura institucional europea.

central bank to incorporate the prohibition of monetary financing of government deficits.

Central bank independence was granted a large degree of legal protection and, as a matter of fact, no country in the European Union can change it at its own discretion. Of course, the independence of the central bank does not mean arbitrariness, as it is well counterbalanced by high transparency and accountability requirements and practices.

Granting independence to the Banco de España some years before the introduction of the euro as a common currency reflected Spain's strong ambition to become a founding member of the European Economic and Monetary Union (EMU). It was also the result of a firm political conviction as to the benefits of price stability and the advisability of delegating the pursuit of this goal to an independent central bank. Price stability requires a medium-term orientation and the independence of the monetary authority creates credibility by helping to keep inflation expectations anchored while avoiding time-inconsistency problems. These reasons were particularly compelling for the Spanish economy in light of the previous experience of relatively high inflation.

The independence of the Banco de España, along with the new monetary policy framework based on direct inflation targets, was decisive in bringing inflation down and in fulfilling the Maastricht requirements in a short period of time. In this regard, the Spanish experience in relation to the EMU accession meant a qualitative leap forward in terms of credibility, communication, and transparency, which facilitated the anchoring of inflation expectations to a new regime of price stability, providing a focal point for collective wage bargaining, the setting of regulated prices, etc.

The task of taming inflation did not fall entirely on the shoulders of the Banco de España, as Spain showed a strong and credible political will to lower inflation that helped bring about the anchoring role of the whole European institutional setting.

With the launch of the euro, two decades ago, the Banco de España started to participate in the formulation and implementation of the euro area common monetary policy. Governors from the national central banks in the

Con el lanzamiento del euro hace dos décadas, el Banco de España comenzó a participar en la formulación e implementación de la política monetaria común en la zona del euro. Los gobernadores de los bancos centrales nacionales de la zona del euro son miembros del Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo, un órgano colegiado de carácter decisorio. Dichos gobernadores no representan los intereses nacionales y votan a título personal teniendo en cuenta los intereses de la zona del euro en su conjunto.

Los bancos centrales nacionales de la zona del euro también pueden desempeñar otras funciones, siempre y cuando estas no interfieran con sus responsabilidades en materia de política monetaria común. Por ejemplo, el Banco de España es la autoridad nacional competente para la supervisión bancaria en el país. Sin embargo, todas estas funciones adicionales no gozan necesariamente del mismo nivel de autonomía que las tareas de política monetaria conferidas por el Tratado de Maastricht. Con la creación del Mecanismo Único de Supervisión (MUS) en 2014, la función supervisora del Banco de España se integró a un nuevo marco institucional cuya parte nodal es el Banco Central Europeo (BCE). Más adelante volveré a abordar esta función.

Permítanme compartir algunas reflexiones sobre la autonomía de los bancos centrales que prevalecen hoy en día. Se trata de cinco lecciones que, en mi opinión, deben tenerse en cuenta al reflexionar sobre la autonomía de la banca central, en particular en la actual coyuntura de inflación aparentemente controlada, pero que tiene dificultades para alcanzar los objetivos de estabilidad de precios en algunas economías avanzadas.

En primer lugar, afirmo que para que la autonomía sea eficaz, debe basarse en un marco jurídico e institucional robusto. La autonomía debe reconocerse oficialmente en todas sus dimensiones pertinentes: esto es, a nivel institucional, funcional, personal y financiero. Este es el caso de la zona del euro, donde el Tratado de Maastricht proporcionó el marco adecuado, pero lamentablemente no es el caso en otras regiones, lo que implica que la tarea de los bancos centrales sea más complicada.

En segundo lugar, la razón principal de la autonomía de la banca central es de carácter utilitario: la autonomía es un instrumento para mejorar la eficacia con el fin de lograr objetivos acordados para el interés general, tales como la

euro area are members of the Governing Council of the European Central Bank, a collegiate decision-making body. Governors do not represent national interests and they vote in their own capacity considering the interest of the euro area as a whole.

The national central banks of the euro area can also carry out other functions as long as they do not interfere with their responsibilities in the common monetary policy. For instance, the Banco de España is the national competent authority for banking supervision. However, all these additional functions do not necessarily enjoy the same level of independence as the monetary policy tasks conferred by the Treaty. With the creation of the Single Supervisory Mechanism (SSM) in 2014, the Banco de España's supervisory role was integrated into a new institutional framework with the European Central Bank at its core. I will come back to this function later on.

Let me share with you some reflections about central bank independence nowadays. This will be in the form of five lessons which, in my view, should be kept in mind when reflecting about central bank independence, particularly at the current juncture of seemingly tamed inflation but with difficulties in achieving price stability objectives in some advanced economies.

First, I would state that independence, to be effective, must rely on a robust legal and institutional framework. Independence must be formally recognized in all of its relevant dimensions: namely, at the institutional, functional, personal, and financial levels. This is the case in the euro area, where the Maastricht Treaty provided the appropriate framework; but unfortunately, it is not the case in other regions, thus making the task of central banks much more complicated.

Second, the main reason for central bank independence is a utilitarian one: independence is an instrument to enhance effectiveness in order to achieve agreed objectives in favor of the general interest, such as price or financial stability. The social value of central bank independence is thus inextricably linked to the effectiveness of its policies. The corollary is clear: central banks should employ the full set of instruments available to them to fulfill their mandates.

estabilidad de precios o la estabilidad financiera. Por lo tanto, el valor social de la autonomía de los bancos centrales está inextricablemente ligado a la eficacia de sus políticas. El corolario es claro: los bancos centrales deben emplear todo el conjunto de instrumentos del que disponen para cumplir sus mandatos.

A los bancos centrales se les confía el cumplimiento de un conjunto preciso de objetivos y, para ello, se les otorga la poderosa herramienta de contar con estatutos autónomos. No obstante, la confianza pública debe ganarse diariamente y estar respaldada por evidencia sólida (sobre nuestra eficacia), y no basada en la fe o las creencias.

En tercer lugar, debemos tener presente que el argumento de la inconsistencia temporal para el establecimiento de una autoridad monetaria autónoma también es pertinente, y, por lo tanto, puede aplicarse a la necesidad de un supervisor financiero autónomo, ya que los incentivos a corto plazo para flexibilizar las políticas de supervisión pueden tener consecuencias importantes para la estabilidad financiera a largo plazo. A su vez, esto también puede influir en la formulación de la política monetaria. Este argumento aplica tanto para la supervisión microprudencial como para la macroprudencial.

En lo que respecta a la supervisión microprudencial, la importancia de la autonomía en este ámbito, además de su relevancia para la política monetaria, es en realidad un estándar reconocido mundialmente y consagrado en los “Principios básicos para una supervisión bancaria eficaz” de Basilea. Los principios básicos de Basilea forman parte de los “Criterios clave para sistemas financieros sólidos” determinadas por el Consejo de Estabilidad Financiera (FSB, por sus siglas en inglés) que merecen ser de aplicación prioritaria en función de las circunstancias específicas de cada país. Además, la aplicación de estos principios se evalúa generalmente a través del Programa de Evaluación del Sector Financiero (FSAP, por sus siglas en inglés) del Fondo Monetario Internacional (FMI) y del Banco Mundial.

En el entorno de la zona del euro, la creación del Mecanismo Único de Supervisión (MUS) en 2014 añadió esta dimensión de autonomía. Sin embargo, la creación de un sistema de supervisión bancaria en la zona del euro, en paralelo con la unión monetaria, planteó retos desde la perspectiva de la autonomía de la banca central. En particular, podía suscitar

Central banks are entrusted with the fulfilment of a precise set of objectives and, to do this, they are given the powerful tool of independent statutes. But trust must be earned daily and backed by hard evidence (on our effectiveness), and not based on faith or belief.

Third, we should bear in mind that the time-inconsistency argument for an independent monetary authority is also relevant—and thus, may also be applied—to the need for an independent financial supervisor, as short-term incentives to relax supervisory policies may have important consequences over financial stability in the long run. In turn, this may also influence monetary policy-making. And this argument applies to both microprudential and macroprudential supervision.

Regarding microprudential supervision, the importance of independence in this field, besides its relevance for monetary policy, is actually a worldwide recognized standard enshrined in the Basel “Core Principles for Effective Banking Supervision”. The Basel Core Principles are part of the “Key Standards for Sound Financial Systems” determined by the Financial Stability Board (FSB) that deserve priority implementation depending on country-specific circumstances. Moreover, implementation of these principles is generally assessed through the IMF/World Bank Financial Sector Assessment Programs (FSAP).

In the euro area setting, the creation of the SSM in 2014 added this dimension of independence. However, building a system of banking supervision in the euro area in parallel with the monetary union posed challenges from the perspective of central bank independence. In particular, it could raise concerns of potential conflicts between the prudential supervision of European banks and the primary goal of price stability. This was foreseen in the institutional design of European supervision, assigning to the Supervisory Board—a new body within the European Central Bank—the planning and execution of the supervisory tasks. In consequence, separation between monetary policy and supervision was a key pillar for the conferral of supervisory tasks on the European Central Bank.

Regarding macroprudential supervision, the European institutional setting promotes its independence as the European Systemic Risk Board recommends that central banks have

preocupación por los posibles conflictos entre la supervisión prudencial de los bancos europeos y el objetivo primordial de la estabilidad de precios. Esto estaba previsto en el diseño institucional de la supervisión europea que asignaba al Consejo de Supervisión —un nuevo órgano dentro del Banco Central Europeo— la planeación y ejecución de las tareas de supervisión. En consecuencia, la separación entre política monetaria y supervisión fue un pilar fundamental para la atribución de tareas de supervisión al Banco Central Europeo.

En lo que respecta a la supervisión macroprudencial, el marco institucional europeo promueve su autonomía, mientras que la Junta Europea de Riesgo Sistémico recomienda que los bancos centrales desempeñen un papel destacado como parte de las autoridades macroprudenciales nacionales. En el marco español, el Banco de España se encarga de decidir, de manera autónoma, cuándo deben activarse o desactivarse los instrumentos macroprudenciales relativos al sector bancario. Por consiguiente, se encomienda a otros reguladores financieros sectoriales la responsabilidad de activar sus propios instrumentos.

En particular, el Banco de España se encuentra ahora facultado para exigir a las entidades bancarias que establezcan suplementos de capital contracíclico por segmento de crédito, límites en la concentración en relación con los sectores de actividad económica y límites y condiciones al suscribir nuevos préstamos (en términos de la relación préstamo-valor, préstamo-ingresos y servicio de la deuda-ingresos, así como el vencimiento, la moneda en que se denomina la operación y si el tipo de interés es fijo o variable, entre otros). Estos nuevos instrumentos complementan a los que ya tenía el Banco de España y que están incluidos en la legislación europea: el suplemento de capital contracíclico, el suplemento de riesgo sistémico y el suplemento relacionado con bancos sistémicos, entre otros.

Además, este año se creó la Autoridad Macroprudencial Consejo de Estabilidad Financiera (AMCESFI), cuyo principal objetivo es promover la coordinación y el intercambio de información en materia de estabilidad financiera entre el Banco de España, el Ministerio de Economía y Empresa, la Comisión Nacional del Mercado de Valores y la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones. En conjunto,

a prominent role in national macroprudential authorities. In the Spanish setup, the Banco de España is entrusted with deciding independently when macroprudential tools regarding the banking sector should be activated or deactivated. Accordingly, other sectoral financial regulators are given responsibilities for activating their own tools.

In particular, the Banco de España is now empowered to require that banking institutions establish countercyclical capital buffers by credit segment, limits on concentration in relation to economic activity sectors, and limits and conditions when underwriting new loans (in terms of loan-to-value, loan-to-income and debt service-to-income ratios, and also the maturity, the currency in which the operation is denominated and whether the interest rate is fixed or variable, among others). These new instruments complement those previously available to the Banco de España and are included in the European legislation: the countercyclical capital buffer, the systemic risk buffer, and the buffer for systemic banks, among others.

In addition, this year saw the creation of the Spanish Macroprudential Authority Financial Stability Council, whose main goal is to promote the coordination and exchange of information on financial stability issues among the Banco de España, the Ministry of Economy and Enterprise, the Spanish National Securities Market Commission, and the Directorate-General of Insurance and Pension Funds. All in all, this new institutional setting is a significant step forward in reinforcing financial stability in Spain.

The notion that other economic policies should complement monetary policy and also contribute to economic stability has always been embedded in the design of the European Economic and Monetary Union. As such, from the start, the Maastricht convergence criteria went beyond inflation to also include targets in terms of fiscal discipline.

In an effort to comply with these criteria, the Spanish experience illustrates and reinforces the critical importance of other policies, such as fiscal consolidation or liberalization reforms. This is an important lesson not to be forgotten: central bank credibility is an essential element for the effectiveness of monetary policy, but monetary policy is more efficient when coupled with



De izquierda a derecha: Jacob A. Frenkel, Alejandro Díaz de León, Nor Shamsiah Mohd Yunus, Pablo Hernández de Cos, y Roberto de Oliveira Campos Neto

From left to right: Jacob A. Frenkel, Alejandro Díaz de León, Nor Shamsiah Mohd Yunus, Pablo Hernández de Cos, and Roberto de Oliveira Campos Neto

este nuevo marco institucional es un paso importante hacia el fortalecimiento de la estabilidad financiera española.

La idea de que otras políticas económicas deben complementar la política monetaria y a la vez contribuir a la estabilidad económica siempre ha estado presente en el diseño de la Unión Económica y Monetaria Europea. Por ello, desde el principio, los criterios de convergencia del Tratado de Maastricht fueron más allá de la inflación para incluir también objetivos en términos de disciplina fiscal.

En el esfuerzo por satisfacer estos criterios, la experiencia española ilustra y refuerza la importancia crítica de otras políticas, tales como la consolidación fiscal o las reformas de liberalización. Se trata de una importante lección que no debe olvidarse: la credibilidad del banco central es un elemento esencial para la eficacia de la política monetaria, pero la política monetaria es más eficaz cuando va acompañada y complementada por un equilibrio adecuado en la formulación de la política económica en general.

En realidad, más allá de los criterios de adhesión, esta idea también se consagró de manera continua mediante el Pacto de Estabilidad y Crecimiento y, posteriormente, a través del Procedimiento de Desequilibrio Macroeconómico. Este último control de las políticas macroeconómicas estructurales y amplias fue la respuesta a la lección duramente aprendida (en especial en países como España) de que la falta de competitividad y los ciclos de crédito excesivo podían obstaculizar seriamente la conducción óptima de las políticas monetarias y financieras y dar paso a la fragmentación financiera.

Asimismo, estrictamente en el ámbito de la política monetaria, en los últimos años, se ha vuelto más retador el cumplimiento de nuestro mandato de estabilidad de precios. Las tasas de interés naturales de las principales economías avanzadas han ido disminuyendo de manera gradual en las últimas tres décadas y, en la actualidad, se sitúan en niveles históricamente muy bajos y posiblemente negativos. Existen buenas razones para creer que las tasas de interés naturales pueden permanecer en niveles muy bajos por largos periodos. Esto, junto con una cota inferior para las tasas de política monetaria, reduce seriamente el espacio de maniobra para la política monetaria convencional. Las medidas no convencionales, como la compra de activos, las tasas de interés negativas y la orientación futura (*forward guidance*)

and complemented by an appropriate balance in overall economic policymaking.

Actually, beyond accession criteria, this notion was also enshrined on an ongoing basis through the Stability and Growth Pact and, later on, with the Macroeconomic Imbalance Procedure. This latter check on structural and broad macroeconomic policies was the response to the hard-learned lesson (especially in countries like Spain) that a lack of competitiveness and excessive credit cycles could seriously hamper the optimal conduct of monetary and financial policies and usher in financial fragmentation.

Also, strictly in the realm of monetary policy, fulfilling our price stability mandate has become more challenging in recent times. Natural interest rates in the main advanced economies have been gradually falling over the last three decades. They currently stand at historically very low and possibly negative levels. There are also good reasons to believe that natural rates may be stuck at very low levels for long periods. This, in conjunction with a lower bound for policy rates, seriously curtails the space for conventional monetary policy. Unconventional measures, such as asset purchases, negative interest rates, and forward guidance, have helped us to partially overcome the lower bound constraint, thus becoming a necessary tool in our monetary policy framework. Notwithstanding, unconventional measures have their own limitations.

In this context, inflation will ultimately be the outcome of the interaction between a number of factors. In order not to overburden monetary policy, it is essential to achieve a balanced policy mix. Such a mix should include long-term growth-enhancing fiscal policies and sufficient structural reforms that increase productivity. In fact, the possibility of monetary policy increasing the natural interest rate is probably close to zero and these other policies should be even more important in order to help monetary policy.

This brings me to highlight one further dimension of the value of central bank independence. Independence contributes to the role that monetary authorities tend to play with respect to other policies. Their technical recommendations, free of short-term political pressures or vested interests, may provide valuable guidance for other economic policies. Although this function is not always formally incorporated

de las políticas monetarias, han ayudado a superar en parte la restricción de la cota inferior, convirtiéndose así en un instrumento necesario de nuestro marco de política monetaria. No obstante, las medidas no convencionales tienen sus propias limitaciones.

En este contexto, la inflación será, en última instancia, el resultado de la interacción entre una serie de factores. Para no depender en exceso de la política monetaria, es esencial lograr una combinación de políticas equilibrada. Dicha combinación debe incluir políticas fiscales que fomenten el crecimiento a largo plazo y reformas estructurales suficientes que aumenten la productividad. De hecho, la posibilidad de que la política monetaria incremente la tasa de interés natural es probablemente cercana a cero y esas otras políticas deberían ser aún más importantes para poder servir de apoyo a la política monetaria.

Esto me lleva a destacar una dimensión más del valor de la autonomía de los bancos centrales. La autonomía contribuye al papel que las autoridades monetarias tienden a desempeñar con respecto a otras políticas. Sus recomendaciones técnicas, libres de presiones políticas o intereses creados a corto plazo, pueden proporcionar una valiosa orientación para otras políticas económicas. Aunque esta función no siempre está incorporada de manera formal en el marco legal, en el caso del Banco de España, nuestra Ley de Autonomía reconoce este papel. De hecho, esta legislación establece una función de “asesoramiento al Gobierno”, que apoya el papel que desempeñamos en la evaluación de otras políticas públicas. Este también es el caso del Banco Central Europeo, al que el Tratado de Maastricht confiere una función consultora en relación con las propuestas de legislación de la Unión Europea y de los Estados miembros dentro de sus ámbitos de competencia.

La quinta y última reflexión se refiere a resaltar la importancia de procurar los más altos estándares de rendición de cuentas y transparencia, tanto frente a la sociedad como a los representantes políticos. En efecto, la rendición de cuentas y la transparencia respaldan tanto la eficacia como la legitimidad de la autonomía de la banca central. Debemos tener en cuenta que la política monetaria es ahora más compleja y que la sociedad está constantemente elevando las exigencias para estos estándares.

into the legal framework, in the case of the Banco de España this role is recognized in our Autonomy Law. Indeed, this legislation establishes a function to “advise the government”, which supports our role in evaluating other public policies. This is also the case of the European Central Bank, on which the Treaty confers an advisory function with regard to proposals for the European Union and member states’ legislation within its fields of competence.

The fifth and final reflection concerns highlighting the importance of pursuing the highest standards of accountability and transparency vis-à-vis both society and the political representatives. Indeed, accountability and transparency support both the effectiveness and also the legitimacy of central bank independence. We need to keep in mind that monetary policy is now more complex and society is constantly raising the bar for these standards.

The adoption of unconventional tools marked a shift away from the “one goal, one instrument” policy setting in which accountability was easier. More instruments at play might have also raised concerns about the possibility of central banks stepping beyond their mandates, thus potentially endangering the public perception about the value of their independence. Yet allow me to emphasize that, in parallel, central banks have strengthened transparency by providing the general public with extensive information about the rationale behind these monetary policy measures within our existing mandates.

In particular, in the case of the Governing Council of the ECB, the minutes of our monetary policy meetings are published and the president and vice president hold a joint press conference with a Q&A session after each decision. In addition, members of the governing council routinely engage in public events and deliver speeches to explain our decisions and the rationale behind them. And, of course, the president of the ECB regularly participates in sessions with members of the European Parliament as do governors of national central banks in their corresponding parliaments.

I deem it essential to persevere in this direction to reinforce the democratic accountability of the central bank.

Regarding communication with the public, central banks should carefully balance the need for clarity and the

La adopción de instrumentos no convencionales marcó un alejamiento de la política de “un objetivo, un instrumento” en la que la rendición de cuentas era más fácil. El hecho de que haya más instrumentos en juego también pudo haber suscitado preocupación por la posibilidad de que los bancos centrales se hubieran excedido en sus mandatos, lo que podría poner en peligro la percepción pública sobre el valor de su autonomía. Sin embargo, permítanme subrayar que, de manera paralela, los bancos centrales han reforzado la transparencia al proporcionar al público en general amplia información sobre la justificación de esas medidas de política monetaria en el marco de sus mandatos actuales.

En particular, en el caso del Consejo de Gobierno del BCE, los informes de las reuniones de política monetaria se publican y el presidente y el vicepresidente celebran una conferencia de prensa conjunta con una sesión de preguntas y respuestas después de cada decisión. Además, los miembros del Consejo de Gobierno participan habitualmente en eventos públicos y pronuncian discursos para explicar nuestras decisiones y las razones de las mismas. Y, por supuesto, el presidente del BCE participa regularmente en sesiones con miembros del Parlamento Europeo, al igual que los gobernadores de los bancos centrales nacionales en sus parlamentos correspondientes.

Considero esencial perseverar en esta dirección para reforzar la rendición de cuentas democrática del banco central.

En cuanto a la comunicación con el público, los bancos centrales deben equilibrar de manera cuidadosa la necesidad de comunicar con claridad y la complejidad intrínseca de las decisiones de política monetaria. Para lograr el equilibrio adecuado, cabe notar que la transparencia no significa proporcionar certeza sobre cuestiones intrínsecamente complejas, sino claridad sobre las inevitables incertidumbres y disyuntivas que afectan la formulación de la política monetaria. Una dificultad adicional en la zona del euro es la necesidad de comunicarse con ciudadanos de diecinueve países diferentes en los que la opinión pública a veces se centra más en los asuntos nacionales que en los europeos.

Además de los altos estándares de transparencia, debemos explorar herramientas adicionales que puedan contribuir a reforzar la legitimidad de una institución pública autónoma. De hecho, la evaluación de las políticas públicas podría ser una herramienta clave y poderosa en ese sentido. Una

intrinsic complexity of monetary policy decisions. To strike the right balance it is worth noting that transparency does not mean providing certainties on intrinsically complex issues but clarity on the inevitable uncertainties and trade-offs that affect monetary policymaking. An added difficulty in the euro area is having to communicate with citizens from 19 different countries in which public opinion sometimes focuses more on national affairs than on European issues.

On top of high transparency standards, we should explore additional tools that could contribute to reinforce the legitimacy of an independent public institution. In fact, I find that public policy evaluation could be a key and powerful tool in this regard. A periodic evaluation of the central bank's performance and impact in the pursuit of its objectives could be a very potent mechanism regarding accountability to citizens.

Despite all these challenges, let me conclude my intervention by saying that I remain optimistic about the ability, determination, and capacity of independent central banks to keep on providing valuable services to the societies we serve.

Thank you very much.

evaluación periódica del desempeño y el impacto de los bancos centrales en la consecución de sus objetivos podría ser un mecanismo muy poderoso en lo relativo a la rendición de cuentas a los ciudadanos.

A pesar de todos estos desafíos, permítanme concluir mi intervención diciendo que sigo siendo optimista acerca de la capacidad, la determinación y la habilidad de los bancos centrales autónomos para seguir prestando valiosos servicios a las sociedades que servimos.

Muchas gracias.

NOR SHAMSIAH MOHD YUNUS

GOBERNADORA, BANCO CENTRAL DE MALASIA

PANEL INTERNACIONAL

Agradezco a Alejandro Díaz de León y al Banco de México por invitarme a hablar sobre este tema tan importante y a compartir nuestra experiencia sobre cómo vemos la autonomía de la banca central y cómo la ponemos en práctica.

Aunque el Banco Central de Malasia es un banco central relativamente joven, la cuestión de la autonomía ha sido parte de nuestra historia desde que este Banco Central se fundó en 1959.

El primer gobernador del Banco Central de Malasia, Ismail Ali, mencionó que el Banco Central es autónomo al interior del Gobierno más no del Gobierno *per se*. Aunque esto pudiera parecer una paradoja, lo que quiso decir es que, aunque el Banco Central es diferente a cualquier otra agencia u organismo gubernamental y cuenta con margen de maniobra para llevar a cabo su mandato y funciones, al final del día, es parte del sector público. Tenemos una misión compartida: asegurar la prosperidad de Malasia a largo plazo y actuar en busca del mejor interés de la nación.

El Banco Central de Malasia es un banco central pragmático. Aunque hay algunas discusiones a las que hemos puesto fin —por ejemplo, seguir siendo políticamente neutrales o mantener las disposiciones del Banco Central de Malasia dentro de lo estipulado por la banca central— a lo largo de nuestra historia, por lo general hemos tratado de transitar por una senda ideológicamente neutral. Nos mantenemos abiertos a muchas grandes ideas sobre economía y banca central que han surgido a lo largo de los años, por ejemplo, el régimen de objetivos de inflación. Sin embargo, siempre

NOR SHAMSIAH MOHD YUNUS

GOVERNOR, BANK NEGARA MALAYSIA

INTERNATIONAL PANEL

Thank you, Alejandro, and Banco de México, for inviting me to speak on this very important issue and to share our experience as to how we look at central bank independence and how we implement it.

Although, Bank Negara Malaysia is a relatively young central bank, the topic of central bank independence has been part of our history since our founding in 1959.

Our first Malaysian governor, Ismail Ali, said that the central bank is independent *within*, not *of* the government. This may sound like a paradox. However, what he meant is that, while the central bank is unlike any other typical government department or agency and it has the space to undertake its mandate and functions, we are, at the end of the day, part of the public sector. We have a shared mission: to ensure Malaysia's long-term prosperity and to act in the nation's best interest.

Bank Negara Malaysia is a pragmatic central bank. Although there are some issues on which we have put a stick in the ground—for example, remaining politically neutral, keeping the bank's provisions within the central bank—throughout our history, we have generally sought to walk the ideologically neutral path. We keep an open mind on many big ideas in economics and central banking—for example, inflation targeting—which have sprung up over the years. Yet, we are always mindful that many of these ideas are born out of specific events and circumstances in particular markets. Better than holding fast to specific doctrines, our approach has been to



Nor Shamsiah Mohd Yunus

tenemos presente que muchas de estas ideas surgen de eventos y circunstancias específicas en mercados particulares. En lugar de aferrarnos a doctrinas específicas, nuestro enfoque ha consistido en extraer cuidadosamente las ideas pertinentes de una amplia gama de fuentes y mejorar nuestras propias posturas a medida que evolucionan nuestras propias circunstancias.

Esta filosofía pragmática ha formado nuestro enfoque sobre la autonomía del Banco Central. Para nosotros, la autonomía institucional es un medio para lograr un fin y nuestro objetivo final es ser capaces de cumplir con credibilidad y eficacia nuestros mandatos en el mejor interés de Malasia. El tema no es tanto qué límites de transición establecer contra el resto de los ejecutivos, sino identificar el espacio óptimo en el que el banco central debe operar.

Aunque ha habido algunos altibajos a lo largo de los años, el Banco Central de Malasia ha trabajado intensamente en construir y mantener una relación de trabajo constructiva y saludable con el Gobierno. El Banco Central tiene una larga y sólida trayectoria en la prestación de apoyo profesional imparcial al Gobierno en asuntos económicos y monetarios. Asesoramos al Gobierno para que emprenda reformas económicas, por ejemplo, para estimular la inversión del sector privado o para mejorar la capacitación de nuestra fuerza de trabajo. También realizamos reuniones informativas periódicas con el primer ministro, el ministro de finanzas y otros ministros clave relacionados con la economía del país. Igualmente facilitamos la creación de importantes instituciones públicas. Recientemente, esta función ha incluido al Centro Nacional Contra Delitos Financieros y su oficina administrativa. En el pasado, también contribuimos a crear instituciones como la Corporación de Seguro de Depósitos, el Esquema del Ombudsman Financiero, la Bolsa de Valores y la Comisión Cooperativa. También nos hemos coordinado con otras agencias gubernamentales en muchas áreas como la educación financiera, la integridad financiera y las negociaciones comerciales internacionales. Para mí, estas actividades parecen extenderse más allá de los límites de cualquier banco central moderno, aunque sea responsable de promover tanto la estabilidad monetaria como la financiera. Esto ha sido fundamental para asegurar la autonomía del Banco Central, tanto *de jure* como *de facto*.

carefully clean relevant insights from a broad range of sources and improve our standpoints according to how our circumstances evolve.

This pragmatic philosophy has formed our approach to central bank independence. To us, institutional independence is a means to an end, and our end goal is to be able to credibly and effectively discharge our mandates in the best interest of Malaysia. The question is not so much about what transition boundaries to set against the rest of the executives, but to identify the optimal space in which the central bank should operate.

While there have been some ups and downs over the years, Bank Negara Malaysia has worked hard to build and maintain a constructive and healthy working relationship with the government. The central bank has a long and solid track record in providing impartial professional support to the government on economic and monetary affairs. We provide advice to the government to undertake economic reforms, for example, to spur private sector investment or to upskill our work force. We also conduct periodic briefings to the prime minister, the minister of finance, and other key economic ministers. We also facilitate the creation of important public institutions. Recently, this has included the National Anti-Financial Crime Center and its management office. In the past, we were also instrumental in creating institutions like the Deposit Insurance Corporation, the Financial Ombudsman Scheme, the Stock Exchange, and the Cooperative Commission. We also coordinate with other government agencies in many areas, such as financial literacy, financial integrity, and international trade negotiations. To me, these activities appear to extend beyond the boundaries of any modern central bank, even though it is responsible for promoting both monetary and financial stability. This has been instrumental in securing the central bank's independence, both *de jure* and *de facto*.

On advising the government, this is key to mitigate the risk of overburdening monetary policy in addressing downward pressures to growth. On creating public interest institutions, this allows the central bank to focus on activities and functions crucial to our core mandate of promoting monetary and financial stability.

We also work with others and sit in many government committees, recognizing that in order to get the job done, we

Sobre la función de asesoría al Gobierno, esta es clave para mitigar el riesgo de sobrecargar la política monetaria al abordar las presiones a la baja sobre el crecimiento. En cuanto a la creación de instituciones de interés público, esta función le permite al Banco Central centrarse en actividades y funciones cruciales para su mandato principal de promover la estabilidad monetaria y financiera.

También trabajamos con otras entidades del Gobierno y participamos en muchos comités gubernamentales, reconociendo que para hacer nuestro trabajo necesitamos el apoyo de muchas otras áreas del Gobierno. Recientemente, hemos estado trabajando con el Gobierno en los nuevos desafíos, por ejemplo, en ciberseguridad. El Banco Central y el sector financiero están trabajando juntos para hacer lo que se pueda para proteger el sistema financiero. Estamos conscientes de que será fundamental contar con una estrategia nacional de seguridad cibernética para que esta sea robusta.

Del mismo modo, nuestro objetivo de fortalecer el *Conocer a su Cliente Electrónico* (e-KYC) depende de la existencia de un marco nacional confiable sobre identidad digital. Al ganarnos la confianza y la buena voluntad del Gobierno, hemos podido introducir reformas en los servicios financieros y en las legislaciones sobre la claridad de expedientes, muchas de las cuales han fortalecido nuestra independencia y credibilidad. Por ejemplo, la promulgación de una modernizada Ley del Banco Central de Malasia en 2009 institucionalizó la autonomía del Comité de Política Monetaria y formuló salvaguardas para la independencia y autonomía operativa del Banco Central de Malasia. La Ley también confirió facultades al Banco Central de Malasia para imponer medidas macroprudenciales a las instituciones financieras no bancarias y para regular de manera continua a cualquier institución financiera sistémica que pueda representar riesgos para la estabilidad financiera.

A final de cuentas, el Banco Central de Malasia depende del Parlamento. Como institución pública, obtenemos nuestra legitimidad a través de instituciones y procesos políticos. No es razonable que un banco central desaire e ignore al Gobierno y recurra a él solo cuando quiere que se aprueben leyes. Trabajar en estrecha colaboración con el Gobierno le ha permitido al Banco Central establecer relaciones de trabajo inestimables con personal clave del Gobierno, ayudando así a allanar las suspicacias y a transmitir mejor nuestros

need the support of many other parts of the government. Recently, we have been working with the government on emerging challenges, for example, in cybersecurity. The central bank and the financial sector are working together to do what we can to protect the financial system. We realize that it will be key to have a national cybersecurity strategy for it to be robust.

Similarly, our aim to strengthen the electronic Know Your Customer (e-KYC) depends on the existence of a reliable national framework on digital identity. By earning the trust and goodwill of the government, this has enabled us to introduce reforms to financial services and record-clean legislations, many of which have had the effect of strengthening our independence and credibility. For example, the enactment of a modernized Central Bank of Malaysia Act in 2009, institutionalized the independence of the monetary policy committee and formulated safeguards to Bank Negara Malaysia's operational independence and autonomy. The Act also conferred powers for Bank Negara Malaysia to impose macroprudential measures on non-bank financial institutions and to regulate any systemic financial institution on a continuous basis if that institution poses risks to financial stability.

At the end of the day, Bank Negara Malaysia is a creature of parliament. As a public institution, we derive our legitimacy through political institutions and processes. It is not reasonable for a central bank to snub and ignore the government and turn to it only when it wants the laws to be passed. Working closely with the government has enabled the central bank to form invaluable working relationships with key personnel in the government, helping us smooth out bad intentions and better convey our views on matters that have implications on us, discharging our mandates.

Effective coordination between fiscal and monetary policies is also key to addressing crisis situations. Our experience in handling the Asian financial crisis in the late 1990s is instructive. We worked closely with the government and other agencies in taking necessary actions, not only in direct response to the crisis, but also to put in place stronger foundations for financial stability. Likewise, during the global financial crisis, we worked closely with the government to coordinate an appropriate response. Bank Negara Malaysia provided

puntos de vista sobre cuestiones que tienen implicaciones para el cumplimiento de nuestros mandatos.

La coordinación efectiva entre la política fiscal y monetaria también es fundamental para enfrentar situaciones de crisis. Nuestra experiencia en la gestión de la crisis financiera asiática de finales de los noventa ha sido muy ilustrativa. Ahí, trabajamos en estrecha colaboración con el Gobierno y otros organismos para adoptar las medidas necesarias, no solo en respuesta directa a la crisis sino también para sentar bases más sólidas para la estabilidad financiera. Asimismo, durante la crisis financiera mundial, trabajamos en estrecha colaboración con el Gobierno para coordinar una respuesta adecuada. El Banco Central de Malasia proporcionó un entorno monetario acomodaticio, mientras que el Gobierno introdujo medidas fiscales expansionistas y extendió una garantía general a los depósitos bancarios como medida de estabilización extemporánea.

Si bien esta dinámica ha funcionado para Malasia, también ha habido desafíos. En primer lugar, como en el caso de muchos otros países y bancos centrales, hay momentos en que el Gobierno y otros importantes agentes interesados nos han pedido directa o indirectamente que actuemos de maneras que pudieran no ser consistentes con nuestros mandatos. Esto puede incluir aumentar el flujo de créditos, flexibilizar el crédito, establecer normas de suscripción o intervenir en las decisiones comerciales, como las decisiones de los bancos de eliminar el riesgo relacionado con ciertos clientes debido a preocupaciones relacionadas con lavado de dinero.

En segundo lugar, el Banco Central de Malasia suele ser llamado a participar en muchos comités de coordinación y asesoramiento del Gobierno, a veces en áreas muy lejanas a nuestro mandato principal o ámbito de especialización. Esta participación ha aumentado tras el reciente cambio de Gobierno. Si bien nos proporciona plataformas para aportar nuestros puntos de vista profesionales para ajustar políticas, estar presente en todas estas plataformas genera el riesgo de dispersar demasiado nuestros recursos y distraernos de nuestros mandatos fundamentales. También, corremos el riesgo de que se nos asocie con políticas gubernamentales o que las respaldemos, creando un riesgo reputacional. Un ejemplo es la primera transferencia nacional incondicional de dinero en efectivo de Malasia. Cuando se convirtió en un inconveniente político, el ex primer ministro anunció a la prensa que fue

an accommodative monetary environment, while the government introduced expansionary fiscal measures, and extended a blanket guarantee to bank deposits as an extemporary stabilization measure.

While these dynamics have worked for Malaysia, there have been challenges too. First, like in the case of many other countries and central banks, there are times when the government and other important stakeholders have called on us directly or indirectly to act in ways that may not be consistent with our mandates. This may include increasing the flow on credit, loosening credit, underwriting standards, or intervening in commercial decisions, like decisions by the banks to derisk certain clients because of anti-money laundering concerns.

Second, Bank Negara Malaysia is often called to participate in many government coordination and advisory committees, sometimes in areas well outside our core mandate or domain of expertise. This has increased following the recent change in government. While this provides us platforms to express our professional views to shift policies, being present in all of these platforms risks spreading our resources too thin and distracting us from our core mandates. We also risk being associated with or endorsing policies of the government, creating reputational risk. One example is Malaysia's first national unconditional cash transfer. When it became politically inconvenient, the former prime minister announced to the press that it was the central bank's idea with the intention of leveraging on our institutional credibility. These challenges stem from a complex combination of many factors. But, in our view, they are rooted primarily in a lack of familiarity and understanding of the role of the central bank and the limits of its powers.

As a highly visible economic policy-making institution, Bank Negara Malaysia is often seen as being an authority on all things related to the economy. While we determine monetary policy and regulate banks—and even sometimes politicians—we believe that our powers allow us to do many things, from setting interest rates that banks charge on customers, to controlling the inflows and outflows of capital in the economy and, hence, the exchange rate.

It may also be the case of the central bank being a victim of its past successes. A track record of delivering results with competence and integrity, creates demand for even

idea del Banco Central con la intención de aprovechar nuestra credibilidad institucional. Estos desafíos se derivan de una compleja combinación de muchos factores. Sin embargo, en nuestra opinión, se encauzan principalmente por la falta de familiaridad y comprensión sobre las reglas del Banco Central y los límites de sus poderes.

Como institución de gran visibilidad en la formulación de políticas económicas, el Banco Central de Malasia suele considerarse una autoridad en todo lo relacionado con la economía. Si bien determinamos la política monetaria y regulamos a los bancos, y a veces incluso a los políticos, consideramos que nuestras facultades nos permiten hacer muchas cosas, desde fijar las tasas de interés que los bancos cobran a los clientes, hasta controlar los flujos de entrada y salida de capital en la economía y, por lo tanto, el tipo de cambio.

También puede ocurrir que el banco central sea víctima de sus éxitos pasados. Un historial de lograr resultados con competencia e integridad genera demanda de una participación aún más activa. En el futuro, una de nuestras principales prioridades es gestionar estas brechas en las expectativas. Sin límites claros, la percepción de que no estamos haciendo las cosas lo suficientemente bien solo aumentará sin importar cuánto nos esforcemos. Por lo tanto, además de involucrar al Gobierno, también tenemos que intensificar nuestros compromisos con el público. Nos hemos dado cuenta de que la legitimidad del banco central se deriva no solo de la ley, sino también de demostrar al público que somos creíbles y eficaces en nuestro trabajo para el beneficio del público. Si bien la confianza del Gobierno es un requisito previo fundamental para nuestra eficacia, la confianza de la población y del público en general es primordial para hacer frente al déficit democrático inherente de la banca central. En última instancia, la confianza solo puede ganarse cuando el banco central ofrece un historial consistente de servir al beneficio de la nación.

Aunque se ha hablado mucho de la autonomía del banco central respecto del Gobierno, estos no son los únicos prejuicios que limitan el espacio del Banco Central de Malasia para cumplir su mandato de manera efectiva. Así pues, antes de terminar mi presentación, quisiera hablar brevemente de un aspecto más amplio de la autonomía del banco central, esto es, la autonomía intelectual. En ocasiones, el Banco Central enfrenta considerables desafíos para

more active involvement. In the coming periods, one of our top priorities is to manage these expectation gaps. Without clear boundaries, the perception that we are not doing well enough will only grow, no matter how much we do. Hence, in addition to engaging with the government, we also need to step up our engagements with the public. We realized that the central bank's legitimacy does not derive solely from the law, but also from demonstrating to the public that we are credible and effective in working for the public good. While the trust of the government is a critical pre-requisite to our effectiveness, the trust of the people and the general public is paramount to address the democratic deficit inherent in central banking. Ultimately, this can only be earned when the central bank delivers a consistent track record of serving for the benefit of the nation.

While much has been said on the central bank's independence from the government, these are not the only prejudices that constrain Bank Negara Malaysia's space to discharge its mandate effectively. And so, before I end my remarks, I would like to briefly talk about a broader aspect of central bank independence, that is, intellectual independence. At times, the central bank faces considerable challenges of balancing between policies that are here for conventional intellectual paradigms and those that work best for Malaysia as a small and open emerging economy. By definition, orthodoxy or conventional wisdom in central banking is grounded in the collective wisdom of many and this provides very useful frameworks to guide the way for how central banks act.

But, as I alluded to earlier, we must be careful to consider this in the proper context. Economic and central banking doctrines, although prevalent, are products of specific contexts and often assume a set of pre-conditions. Given the fast-changing nature of the operating environment and the unique features of our domestic landscape, we cannot assume that these paradigms are universally applicable like the laws of physics. Ultimately, what is important is that we adopt an intellectual humility where we consider the full range of options, put our minds to the matter, and try to make the best decision given the available facts.

As a small and open economy, Malaysia also faces pressures which potentially constrain the policy space for the central

equilibrar entre las políticas que se utilizan para los paradigmas intelectuales convencionales y las que funcionan mejor para Malasia como economía emergente pequeña y abierta. Por definición, la ortodoxia o la opinión generalizada de los bancos centrales se basa en la sabiduría colectiva de muchos y esto proporciona esquemas muy útiles para guiar las acciones de los bancos centrales.

Sin embargo, como mencioné con anterioridad, debemos ser cuidadosos de analizar este tema en el contexto adecuado. Las doctrinas económicas y de la banca central, aunque hayan prevalecido, son producto de contextos específicos y a menudo asumen un conjunto de condiciones previas. Dada la naturaleza rápidamente cambiante del entorno operativo y las características únicas de nuestro paisaje nacional, no podemos asumir que estos paradigmas son universalmente aplicables como las leyes de la física. En última instancia, lo que es importante es que adoptemos una humildad intelectual en la que consideremos toda la gama de opciones, abordemos el tema y tratemos de tomar la mejor decisión con base en los hechos disponibles.

Como economía pequeña y abierta, Malasia también se enfrenta a presiones que potencialmente limitan el espacio de políticas para que el Banco Central actúe en el mejor interés de la nación. La adopción de estándares regulatorios mundiales ilustra este punto.

Por un lado, apoyamos en gran medida los esfuerzos internacionales para el establecimiento de estándares, ya que apreciamos los inmensos beneficios para el sistema financiero mundial, así como para las jurisdicciones individuales. Al mismo tiempo, la existencia de estos estándares crea una expectativa que adoptamos a toda prueba, generando tensión con las presiones que se enfrentan al interior de la nación. La salvaguarda de autonomía del Banco Central nos proporcionó una premisa sobre nuestra capacidad de actuar en el mejor interés de la nación. Como tal, el Gobierno y otros actores nacionales esperan naturalmente que la apliquemos a las necesidades y el contexto únicos de Malasia al elaborar estándares regulatorios. Esta tensión entre la estandarización mundial y la adaptación nacional es especialmente notoria en el caso de los bancos centrales de jurisdicciones más pequeñas, que a menudo tienen una participación relativamente limitada en la elaboración de dichas normas mundiales. La autonomía del banco central significa entonces lograr un cuidadoso equilibrio entre estas presiones

bank to act in the best interest of the nation. The adoption of global regulatory standards illustrates this point.

On the one hand, we are very supportive of international standard setting efforts as we appreciate the immense benefits to the global financial system as well as to individual jurisdictions. At the same time, the existence of these standards creates an expectation that we adopt them —*lock, stock, and barrel*— creating tension with the pressures faced from within the nation. The safeguard of central bank independence provided us a premise of our ability to act in the best interest of the nation. As such, the government and other domestic stakeholders naturally expect us to apply this to Malaysia's unique needs and context when developing regulatory standards. This tension between global standardization and domestic customization is especially evident in central banks of smaller jurisdictions, which often have a relatively limited voice in shaping these global standards. Central bank independence thus means striking a careful balance between these legitimate pressures to make decisions that help us serve our mandates effectively over the long term.

In a similar fashion, while we appreciate the benefits that an economy can gain from free capital flows, any sudden or enlarged inflows or outflows from Malaysia can prove destabilizing to our real economy. If we couple this with the prevailing skepticism to limiting inflows, most central banks in our position would be left with little choice but to confine ourselves to managing outflows as opposed to having a much broader policy toolkit at our disposal. To this end, Bank Negara Malaysia is much appreciative of ongoing conversations to have a more integrated policy framework in managing the various domestic and international pressures that come our way.

This is a challenge that we had to face during the 1998 Asian financial crisis. It was not easy to go against the tide of the intellectual paradigm and expectations of the markets; however, in the end, it paid off. While we were convinced that the possession of capital controls at the time was the best measure available to us to battle the crisis, it was considered sacrilegious to the prevailing orthodoxy of a free flow of capital. Needless to say, we were not exactly in the best books of many for a period of time, until we demonstrated that the controls worked to take Malaysia out of the

legítimas para la toma de decisiones que nos ayuden a cumplir nuestros mandatos con eficacia a largo plazo.

De igual modo, si bien apreciamos los beneficios que una economía puede obtener del libre flujo de capital, cualquier flujo de entrada o salida repentino o considerable en Malasia puede ser desestabilizador para nuestra economía real. Si además consideramos el escepticismo imperante para limitar los flujos de entrada de capital, la mayoría de los bancos centrales en nuestra posición no tendrían más remedio que limitarse a gestionar los flujos de salida de capital en lugar de disponer de un conjunto de instrumentos de política mucho más amplio. En este sentido, el Banco Central de Malasia aprecia mucho las conversaciones continuas para formular un marco de políticas más integrado para gestionar las diversas presiones nacionales e internacionales a las que nos enfrentamos.

Este es un reto que tuvimos que enfrentar durante la crisis financiera asiática de 1998. No fue fácil ir contra corriente del paradigma intelectual y las expectativas de los mercados, pero, al final, rindió frutos. Aunque estábamos convencidos que contar con controles de capital en ese momento era la mejor medida que disponíamos para combatir la crisis, se consideraba un sacrilegio para la ortodoxia imperante sobre el libre flujo de capital. Sobra decir que no estuvimos precisamente en el mejor concepto de muchos durante un tiempo, hasta que demostramos que los controles funcionaban para ayudar a Malasia a salir de la crisis con un costo menor, permitiéndonos implementar las reformas estructurales necesarias para fortalecer tanto al sistema financiero como a la economía.

A la luz de estos retos, los acuerdos institucionales internos crean una norma importante para salvaguardar la autonomía del Banco Central de Malasia, al promover una toma de decisiones objetiva basada en una sólida consideración de riesgos, costos, alternativas y concesiones. Las adiciones clave fueron las tasas de interés y las medidas macroprudenciales en el marco de un comité de política monetaria y un comité ejecutivo de estabilidad financiera, en los que los miembros externos proporcionan un sano control y equilibrio contra la posibilidad de que el personal del Banco Central se agrupe en un frente común.

En el caso de los asuntos que se determinan internamente sin la participación de miembros externos, como las

crisis at a lower cost, enabling us to implement the necessary structural reforms to strengthen the financial system and the economy.

In light of these challenges, the internal institutional arrangements create an important role in safeguarding Bank Negara Malaysia's independence by promoting objective decision-making grounded in a robust consideration of the risks, costs, alternatives, and trade-offs. Key additions were interest rates and macroprudential measures amid a monetary policy committee and financial stability executive committee, where external members provide healthy checks and balances against potential grouping among staff.

For matters determined internally without external members, such as non-prudential financial consumer and financial integrity regulations, significant decisions must first be debated in cross-functional committees with members from the central bank's senior management. Such multi-disciplinary deliberations enrich the rigor of policy decisions. More recently, Bank Negara Malaysia has embarked on a journey to deliberately foster a culture that encourages high levels of accountability, candor, and collaboration.

In these remarks, I have sought to broadly set up our perspectives on central bank independence in Malaysia. I am aware that I was not able to cover everything in detail and may have even left some of you with even more questions than at the start. So, I will be happy to address these during the Q&A session.

Thank you.

regulaciones no prudenciales sobre consumo e integridad financiera, las decisiones importantes deben debatirse primero en comités interfuncionales con miembros de la alta gerencia del Banco Central. Esas deliberaciones multidisciplinarias enriquecen el rigor de las decisiones de política. Más recientemente, el Banco Central de Malasia ha emprendido medidas para fomentar de manera deliberada una cultura que promueva altos niveles de rendición de cuentas, transparencia y colaboración.

En esta presentación he tratado de establecer ampliamente nuestras perspectivas sobre la autonomía del Banco Central de Malasia. Estoy consciente de que no puedo abarcar todo en detalle y puede que incluso haya dejado a algunos de ustedes con más dudas que al principio, por lo que con gusto las atenderé durante la sesión de preguntas y respuestas.

Muchas gracias.



De izquierda a derecha: Jacob A. Frenkel, Alejandro Díaz de León, Nor Shamsiah Mohd Yunus, Pablo Hernández de Cos y Roberto de Oliveira Campos Neto

From left to right: Jacob A. Frenkel, Alejandro Díaz de León, Nor Shamsiah Mohd Yunus, Pablo Hernández de Cos, and Roberto de Oliveira Campos Neto

STANLEY FISCHER
EXVICEPRESIDENTE,
SISTEMA DE LA
RESERVA FEDERAL
DE ESTADOS UNIDOS;
EXGOBERNADOR, BANCO
DE ISRAEL; EX PRIMER
SUBDIRECTOR GERENTE,
FONDO MONETARIO
INTERNACIONAL

PONENCIA PRINCIPAL

Es un gran placer estar nuevamente en México después de tanto tiempo, y es un honor participar en esta celebración de la autonomía del Banco de México.

Quiero felicitar al gobernador Alejandro Díaz de León y a los exgobernadores Miguel Mancera, Guillermo Ortiz y Agustín Carstens. Quiero felicitar a los gobernadores actuales que también están presentes por la exitosa gestión de sus respectivos bancos y agradecerle a cada uno de ustedes por su amistad, tanto profesional como personal.

Por ley, el presidente de Estados Unidos no puede darle instrucciones al Banco Central pues la Reserva Federal es autónoma del resto del Gobierno en la toma de decisiones de política monetaria. Sin embargo, se habrán dado cuenta que, a diario, esto no se cumple. El conocimiento sobre las posibles decisiones de los bancos centrales es de importancia financiera y política tanto para los participantes del mercado como para los funcionarios del Gobierno y los periodistas. Entonces, ¿cómo se debería de compartir la información de cambios de política del banco central con

STANLEY FISCHER
FORMER VICE
CHAIRMAN, FEDERAL
RESERVE SYSTEM;
FORMER GOVERNOR,
BANK OF ISRAEL;
FORMER FIRST DEPUTY
MANAGING DIRECTOR,
INTERNATIONAL
MONETARY FUND

KEYNOTE SPEECH

It is a great pleasure to be back in Mexico after a long time. And it is an honor to take part in this jubilee of the independence of Banco de México.

I would like to congratulate Governor Alejandro Díaz de León and former Governors Miguel Mancera, Guillermo Ortiz, and Agustín Carstens. Likewise, I would like to congratulate the other governors present here on the highly successful management of their banks, and also thank each one of you for your professional and personal friendships.

By law, the president of the United States is not allowed to give orders to the central bank since the Fed is independent from the rest of the government in making its monetary policy decisions. However, you have noticed this is being violated on a daily basis. Knowledge of what central banks are likely to do is of financial and political importance to market participants, government officials, and journalists. So how should information about central bank policy changes be shared with those who can explain why they need that information and why they need it before all banks do?



Stanley Fischer

quienes pueden explicar por qué necesitan esa información y por qué la necesitan antes que la banca?

Este es el problema para el cual la autonomía del banco central es la respuesta. Cualquiera que tenga conocimiento de lo que el banco central puede hacer en su próxima decisión o decisiones de política monetaria podría ganar mucho dinero u obtener poder usando dicha información. Si esta persona es un político que puede girar instrucciones al banco central —y me referiré a dicha persona como “él” cuando haga cosas malas— puede tomar decisiones para asegurarse de que la política monetaria se incline en favor de su partido. Podría decirse que los políticos poderosos que fueron electos deberían de tener la confianza del público. Eso sería muy apropiado y correcto; sin embargo, existe corrupción.

Todos los bancos centrales que conozco han impuesto restricciones a las operaciones de mercado que su personal puede realizar, así como normas para informar sobre dichas operaciones. Por supuesto, los bancos centrales no son los únicos que establecen restricciones sobre las operaciones realizadas por su personal y exigen que se informe al respecto; las empresas que cotizan en bolsa también establecen restricciones sobre las operaciones realizadas por su personal para prevenir transacciones financieras basadas en información privilegiada.

¿Esto es suficiente? No podemos saberlo. Sin embargo, probablemente sea de ayuda. ¿Cómo abordan el banco central y otros organismos los problemas de información a los que se enfrentan? Al menos de dos maneras. La primera, mediante restricciones estrictas sobre el mercado y las transacciones en las que su personal puede participar; y la segunda, a través de la transparencia, la cual tiene muchas facetas e implicaciones.

Una primera forma de introducir transparencia es que la decisión de política monetaria se tome por un comité que permita que aquellos que no son los que toman la decisión definitiva discutan sus opiniones incluso antes de que se tome la decisión. La segunda, y más importante, es exigir al órgano decisorio que explique sus decisiones de manera muy detallada. La tercera es hacer públicas *a posteriori* las decisiones de cartera de quienes cuentan con información privilegiada. La cuarta es hacer pública toda la información que se pueda publicar sin generar distorsiones en el mercado. Y también, por último, hay que establecer —dentro del banco central y otras instituciones

This is the problem to which central bank independence is the answer. Anyone who has knowledge of what the central bank is likely to do in its next policy decision or decisions would be able to make a lot of money or gain power using this knowledge. And if he or she is a politician and can give orders to the central bank—I will call him “he” when he does bad things—he can make decisions that will ensure that monetary policy tilts in his party’s favor. You might say, surely, that the public must trust the powerful politicians who were elected. Well, that would be very good and nice; but corruption happens, nonetheless.

All central banks I know, have restrictions on market transactions by their staff and rules for reporting those transactions. Of course, not only central banks restrict staff transactions and require that they are reported, but also publicly traded companies have restrictions on their staff’s transactions to prevent trading based on private information.

Is that enough? We do not know, but it probably helps. How do the central bank and other organizations deal with the information problems that they face? In at least two ways: One is setting very strong restrictions on the market and other transactions in which their staff can engage, and the other is transparency, which has many faces and implications.

A first way of introducing some transparency is for the decision to be made by a committee—allowing decision-makers who are not the final ones, to speak about their views even before the decision is made. Second, and more significant, is requiring the decision-making body to explain its decisions in considerable detail. Third is making public *ex-post* the portfolio decisions of those who have inside information. And fourth is making public as much information as can be made public without leading to market distortions. And also, finally, is putting in place—within the central bank and other relevant institutions—methods of surveillance of potentially illegal transactions and enforcing the law.

I do not want to deeply pursue all those issues in this presentation since probably most of us understand them. I will start with a review or a description of the measures that the government of Israel put in place to deal with me when I was appointed governor of the central bank. Then, I will go on to my relationship with government members—broadly defined—when I was in that position.

importantes— métodos de vigilancia para las transacciones potencialmente ilegales y hacer cumplir la ley.

No tengo la intención de profundizar en todos estos temas ya que es probable que la mayoría de nosotros los comprendamos. Empezaré con una revisión o descripción de las medidas que el Gobierno de Israel implementó para interactuar conmigo cuando fui designado gobernador del banco central de ese país. Luego, pasaré a describir ampliamente mi relación con los funcionarios de Gobierno cuando ocupé dicho cargo.

Cuando me incorporé al Banco de Israel, se me impusieron una serie de restricciones —que creo que fueron excepcionalmente estrictas porque nadie me conocía— para que el público no sospechara que yo era corrupto. Antes de aceptar el cargo, se me exigió despedir a todas las personas que manejaban mi cartera de inversión. Tuve que conseguir a un nuevo corredor y a un nuevo contador con quienes no hubiera trabajado en el pasado. Esa fue una de las restricciones más duras que se me impusieron.

La persona que manejaba mi cartera de inversión incumplió esa restricción en enero de 2009 cuando recibí un correo electrónico de su parte, de hecho, el único que recibí de él. Dicho correo decía: “Sé que se supone que no debo estar en contacto con usted, pero pensé que sería aceptable si le dijera que se está gestando una crisis financiera”. Bueno, a mí me pareció divertido. Sin embargo, a la gente que lo vigilaba y supervisaba sus operaciones conmigo no le pareció así y se metió en problemas, lo que me parece un poco extraño. Sin embargo, así fue como ocurrió.

Igualmente, yo debía recibir un informe anual sobre el valor de mi cartera de inversión. Pensé que recibir un informe anual era un poco difícil y logré que esta restricción se redujera a seis informes bimestrales. Sin embargo, esa era toda la información con que yo contaba. Aun así, creo que era correcto que yo no supiera cómo se estaba manejando mi cartera de inversión. Sospecho que, de haberlo sabido, habría tomado las medidas obvias —que mucha gente hizo— tales como invertir en activos de muy corto plazo, y así sucesivamente, al principio de la crisis, y esperar a que esta llegara a su fin. Yo, por otro lado, no podía hacer nada. Les confesaré algo que no he comentado antes, y es que fue en mi beneficio que se me impusiera esta restricción, porque cuando el corredor me preguntó al inicio cómo quería que administrara mi cartera,

When I joined the Bank of Israel, a set of restrictions was imposed on me —which I think was exceptionally rigorous because nobody knew who I was— so the public did not suspect me of being corrupt. Before I took the job, I was required to fire all the people who were handling my portfolio. I had to get a new broker and a new accountant, with whom I had not worked in the past. That was the toughest of the restrictions.

The guy that was handling my portfolio broke that restriction in January 2009 when I got an e-mail from him —the only piece of correspondence I received from him ever. It said: “I know I am not supposed to be in contact with you, but I thought it would be accepted if I told you that I knew there was a financial crisis taking place.” Well, I thought that was funny. However, the people who were guarding him and his transactions with me were not amused, and he got into trouble, which I find a bit strange. But that was how it worked.

Also, I was to receive an annual report on the value of my portfolio. I thought an annual report was a bit tough, and I got it down to six bimonthly reports. That was, however, all the information I had. Still, I think it was just as well that I did not know what was happening to my portfolio. I suspect I would have taken the obvious action —which many people did— going into very short-term assets and so forth at the beginning of the crisis, and wait it out. I, on the other hand, could not do a damn thing. And I will confess to you something which I have not made public before, which was that it was to my benefit that this restriction was placed on me, because when the portfolio manager was allowed to ask me at the beginning: “What do you want me to do?” I said: “I do not really like bonds very much. I want my portfolio to be heavily on stocks,” and that was all the instruction he got. As it turns out, and even though I did not know there was a crisis coming, this was the right advice for that crisis. I am not sure I would have put that restriction on them if I would have known that the crisis was coming.

I would also like to talk about my relationship between the government of Israel and the Bank of Israel. I will make two points. First, the Bank of Israel Law states that the governor of the bank is the economic adviser to the government. This provision was included in the Bank of Israel Law of 1954, which was heavily influenced by the law of the central bank

le comenté que, como no me gustaban mucho los bonos, que invirtiera básicamente en acciones, y esas fueron todas las instrucciones que él recibió de mi parte. Resulta que, aunque yo no sabía que se avecinaba una crisis, este fue el mejor consejo para dicha crisis. No estoy seguro de que le hubiera impuesto dicha restricción si yo hubiera sabido que la crisis se avecinaba.

Me gustaría hablar también sobre mi relación con el Gobierno de Israel y el Banco de Israel. En este sentido, haré dos observaciones. La primera es que la Ley del Banco de Israel establece que el gobernador del Banco Central tiene como función ser asesor económico del Gobierno. Esta disposición se incluyó en la Ley del Banco de Israel de 1954, que estaba muy influida por la ley del Banco Central de lo que entonces era Ceilán y hoy es Sri Lanka. ¿Por qué era así? Es probable que se hayan puesto en contacto con el mismo funcionario del Ministerio Británico de Asuntos Exteriores o de la Oficina de las Colonias Británicas para pedirle asesoría sobre este tipo de asuntos.

Yo era un tanto purista cuando estábamos en el proyecto de redactar una nueva ley del Banco Central, que era una de las cosas que realmente quería hacer cuando me incorporé al Banco de Israel. Quería eliminar dicha cláusula porque introducía cierta ambigüedad sobre lo que precisamente estaría optimizando al momento de emitir mis recomendaciones al Gobierno. Un amigo italiano me dijo: “Stan, deja de ser tan purista. ¿En verdad crees que el Gobierno recibiría mejor asesoría si tú lo hicieras o si lo hiciera alguien más?” No le pedí que especificara a qué persona se refería y tan solo le respondí: “Está bien, entiendo el punto”. Por lo tanto, no eliminamos dicha cláusula de la ley. Eso fue probablemente decente en términos de lo mucho que disfruté el trabajo; sin duda fue un beneficio y espero que también lo haya sido para el país.

Esta fue mi primera observación.

La segunda observación se refiere a las relaciones entre los ministerios de finanzas y los bancos centrales, que se piensa que siempre son hostiles. Eso simplemente no fue cierto en el caso de la formulación de esta ley. Les mencionaré lo que se hizo para que puedan comprender a lo que me refiero.

En 2008, le presentamos al Tesoro y a otras dependencias del Gobierno una primera versión, bastante preliminar, de una nueva Ley del Banco de Israel. Según el proyecto de ley, el

of what was then Ceylon and now is Sri Lanka. Why? Well, the same guy in the British Foreign Office or the British Colonial Office must have been approached for advice on how you do this sort of thing.

I was a bit of a purist when we were drafting a new law—which is one of the things that I really wanted to do when I went to the Bank of Israel. I wanted to take that part out because it introduced a certain ambiguity in what I would be optimizing when I advised the government. An Italian friend said to me: “Stan, stop being such a purist. Do you think the government will be better served if you are the adviser or if someone else is the adviser?” I did not tell him to specify which person he meant and simply replied, “OK, I get the point.” So, we did not take it out of the law. That was probably decent in terms of how much I enjoyed the job, it was certainly a benefit, and I hope it was a benefit for the country as well.

That was the first item.

The second item refers to the relations between treasuries and central banks, which one believes are always hostile. That was simply not true in the case of the formulation of that law. I will tell you what was done so you may understand what I mean.

In 2008, we submitted a very preliminary first draft of a new Bank of Israel Law to the Treasury and other elements in the government. In the draft law, the monetary committee consisted of seven members: four would come from the public and three from the Bank of Israel. This structure would have put the governor in a structural minority in the monetary committee.

Soon after the bank had submitted the first draft of the new law to the Treasury, I received a call from the director general of the Treasury—the highest level of civil service in the Treasury—during which he said: “Stan, this is Israel, not New Zealand.” By the way, New Zealand is one of the countries mentioned whenever somebody wants to say that something is too damn tough for us to do. He continued by saying, “You will not be able to have a coherent monetary policy if you do not have control over the majority of the committee.”

As a result of Yosi Behar’s visit, who was the individual in question, that clause was revised to state, first, that

comité de política monetaria debía estar conformado por siete miembros: cuatro procedentes del público y tres funcionarios del Banco de Israel. Esta estructura hubiera dejado al gobernador como parte de una minoría estructural dentro del comité de política monetaria.

Poco después de que el Banco le presentara al Tesoro el primer borrador de la nueva ley, recibí una llamada del entonces director general del Tesoro —el nivel más alto de la administración pública del Tesoro diciéndome: “Stan, esto es Israel, no Nueva Zelanda”. Por cierto, Nueva Zelanda es uno de los países que se mencionan siempre que alguien se quiere referir a que algo es demasiado difícil para que nosotros lo realicemos. Y continuó: “No podrás aplicar una política monetaria coherente si no tienes el control de la mayoría del comité”.

Como resultado de la visita de Yosi Behar, la persona en cuestión, esa cláusula se revisó para establecer, en primera instancia, que el comité de política monetaria estaría conformado por seis miembros: tres de ellos serían funcionarios del Banco Central y tres externos. En segundo lugar, que, en caso de empate en la votación del comité, el gobernador tendría dos votos, que resolvería el problema de cómo obtener siete votos de seis personas. Hay una nota al pie de página que establece que la primera versión de la ley fue redactada por el Banco de Israel, posiblemente por el gobernador. No estoy seguro de haber sido el responsable, pero quizás lo fui.

Y así fue como se redactó la ley. Creo que años más tarde el Banco de la Reserva de la India instrumentó la misma ley. Raghuram Rajan y yo lo discutimos en algún momento.

Ahora bien, se preguntarán qué medidas adoptadas por bancos centrales y otras instituciones que controlan información pudieran ser relevantes para las operaciones de mercado. Existen dos medidas. La primera involucra restricciones muy estrictas sobre el mercado, así como sobre las operaciones que el personal del banco puede realizar. La segunda se refiere a la transparencia, la cual tiene muchas implicaciones. Ya he mencionado algunas de ellas. En primer lugar, cuando el comité toma una decisión de política monetaria, el permitir que los responsables de la toma de decisiones expongan sus puntos de vista antes de llegar a la decisión puede incrementar la transparencia. En segundo lugar, se debe exigir a dicho órgano decisorio que explique detalladamente sus decisiones. Ya he mencionado estos

there would be six members of the monetary committee: three insiders and three from outside the bank. And, second, that in the event of a tied committee vote, the governor would have two votes, which would solve how we could make seven people out of six. A footnote here says the initial version of the law was drafted by the Bank of Israel, possibly by the governor. I am not sure if I was the guilty party, but I might have been.

And that is how it was done. I think the Reserve Bank of India later implemented this. Certainly, Raghuram Rajan and I discussed it at some point.

Now, you may ask, what are the measures that central banks or other institutions have to control information that might be relevant to market transactions? There are two measures: very strong restrictions on the market and other transactions their staff may engage in. And second, transparency, which has many implications. I have already mentioned some of these. First, when the decision is made by a committee, allowing decision-makers to speak about their views before the decision is made may actually increase transparency. Secondly, one should require the decision-making body to explain its decisions in detail. I have mentioned these things before, and I think you all know what these measures are.

Now, let me move on to the economic adviser’s duties. Besides Israel, I do not know in how many countries the central bank governor is also defined as being the economic adviser to the government. In the case of Israel, the governor usually attends cabinet meetings on budget and other meetings that deal with serious economic issues. During the time I was governor, I usually had a meeting with the prime minister every two or three weeks on the economy —the three prime ministers I met on this period were Ariel Sharon, Ehud Olmert, and Bibi Netanyahu.

I was tempted to put in my characterizations of each of them and then decided that I would just say something serious. Since IMF staff have never written a book characterizing everybody and describing their mistakes, someone negotiating with the IMF or asking it for advice typically will not think that the IMF will reveal these facts.

I believe this encourages that one of the main services that the IMF provides people with is private advice. And if you consider the role of a finance minister or a central bank

puntos anteriormente, y creo que todos ustedes saben cuáles son dichas medidas.

Ahora pasaré a analizar la función del gobernador como asesor económico. Además de Israel, no sé en cuántos países el gobernador del banco central funge como asesor económico del Gobierno. En el caso de Israel, el gobernador por lo general asiste a las reuniones del gabinete sobre el presupuesto y otras que abordan temas económicos serios. Durante el tiempo que fui gobernador, usualmente me reunía con el primer ministro cada dos o tres semanas para hablar de temas económicos. Los tres primeros ministros que conocí durante ese periodo fueron Ariel Sharon, Ehud Ólmert y Bibi Netanyahu.

Estuve tentado a presentar caracterizaciones de cada uno de ellos; sin embargo, decidí que trataría las cuestiones con seriedad. Dado que el personal del FMI nunca ha escrito un libro de ese estilo caracterizando a todas las personas y describiendo sus errores, cualquiera que negocie o solicite asesoría al FMI por lo general no va a pensar que el Fondo revelará estos hechos.

Lo anterior propicia que uno de los principales servicios que el FMI proporciona al público sea el asesoramiento privado. Si consideramos la función de un ministro de finanzas o de un gobernador de un banco central, nos daríamos cuenta de que tienen que mostrar absoluta determinación para instrumentar las medidas a las que se han comprometido. Sin embargo, pueden llegar a sentirse bastante inseguros sobre el funcionamiento de dichas medidas, y quizás quieran verificarlas, en cuyo caso, ¿a quién pueden llamar? No pueden hablar con personas de su país al menos que les tengan absoluta confianza, lo que ciertamente ocurre en algunos, pero no en todos los países. Por ello considero que dicha asesoría es un servicio muy valioso proporcionado por el FMI.

Esto explica por qué, como gobernador, solía recibir llamadas telefónicas en la noche —que por alguna razón eran a muy altas horas de la noche— en las que me preguntaban: “¿Qué opinas? ¿Podremos hacer esto, aquello o lo otro?”

Me llamaban para atender diversas cuestiones, algunas de las cuales no me entusiasmaban. Las llamadas me entusiasmaban aún menos cuando me requerían emprender misiones claramente políticas (o muy cercanas a lo político) en nombre del Gobierno, en particular, del primer ministro. Puede que

governor, you will realize that they have to show their absolute determination to implement the measures they have committed to. However, they may be quite uncertain about whether those measures will work, and they may want to verify them. And in that case, who can they call? They cannot speak to people in their country unless they trust them enormously, which certainly happens in some countries, but not in all. Hence, I think that this advice is a very valuable service that the IMF provides.

This explains why, as governor, I used to get late-night phone calls—which were late night for some reason—asking me, “What do you think? Will we be able to do this, that, or the other?”

I was called into many things, some of which I was less than enthusiastic about. I was less than enthusiastic about the calls when I was asked to undertake clearly political (or very close to political) missions on behalf of the government, in particular, of the prime minister. Also, I may or may not have liked the measures that I was being asked to promote, and I could not quite figure out how to handle all of that.

I do not believe I handled things I disbelieved in, but I certainly handled things I believed in less vigorously than whoever was trying to get me to get them implemented. I may have gone slightly over the line.

Now, I just want to discuss a few examples and then conclude my fifteen-minute talk; I have overlong spoken so far.

First, I want to give you a lengthy quote from Paul Volcker’s 2018 book called *Keeping at It*. I should mention that I first heard this story from Paul Volcker, who lives quite near where we live. When I asked him whether he had ever been pressured on the interest rate by the administration, his answer was “only once.” So here is the quote:

“The Federal Reserve must have, and always will have, contacts with the administration in power. Some coordination in international affairs is imperative given the overlapping responsibilities with respect to exchange rates and regulation. Sweeping use of ‘emergency’ and ‘implied’ authority requires consultation if for no other reason than to reinforce the effectiveness of the



Stanley Fischer

me gustaran o no las medidas que se me pedía que promoviera, y no sabía cómo manejar esto por completo.

No creo que haya manejado cuestiones en las que no creyera, pero ciertamente manejé asuntos en los que yo creía mucho menos que la persona que estaba intentando que yo los implementara. Creo que eso pudo haber cruzado un poco la línea.

Únicamente voy a mencionar algunos ejemplos y posteriormente concluiré mis palabras, pues ya me he extendido bastante.

Primero, quiero leerles una larga cita del libro de Paul Volcker *Keeping at It*, publicado en 2018. Debo mencionar que esta historia la escuché por primera vez del mismo Paul Volcker, quien vive bastante cerca de mí. Cuando le pregunté si alguna vez había sido presionado por el Gobierno con respecto a la tasa de interés, su respuesta fue “únicamente en una ocasión”. A continuación, la cita:

“La Reserva Federal debe tener, y siempre tendrá, contacto con la administración en turno. Es imperativo que exista cierta coordinación en asuntos internacionales dada la superposición de responsabilidades con respecto a los tipos de cambio y a las regulaciones. El uso generalizado de los conceptos de emergencia y autoridad implícita requiere de una consulta, aunque no sea más que para reforzar la eficacia de la acción. Pero eso debe tener lugar en el contexto de autonomía de la Reserva Federal para determinar la política monetaria.

En mi experiencia directa, esto fue desafiado solo una vez, en el verano de 1984. Se me convocó a una reunión con el presidente Reagan en la Casa Blanca. Extrañamente, la reunión no tuvo lugar en la Oficina Oval, sino en la biblioteca más informal. Cuando llegué, el presidente, estaba sentado junto al jefe de gabinete, Jim Baker, y parecía un poco incómodo. No dijo ni una palabra. En su lugar, Baker me dio el mensaje: ‘El presidente ordena que no incrementes las tasas de interés antes de las elecciones’.

Estaba sorprendido. No solo porque el presidente claramente se extralimitó en su autoridad al darle una orden a la Reserva Federal, sino que también fue desconcertante porque en ese momento yo no tenía planeado instrumentar una política monetaria

action. But that needs to take place in the context of the Federal Reserve’s independence to set monetary policy.

That was challenged only once, in my direct experience, in the summer of 1984. I was summoned to a meeting with President Reagan at the White House. Strangely, it didn’t take place in the Oval Office, but in the more informal library. As I arrived, the president, sitting there with Chief of Staff Jim Baker, seemed a bit uncomfortable. He didn’t say a word. Instead, Baker delivered a message: ‘The president is ordering you not to raise interest rates before the election.’

I was stunned. Not only was the president clearly overstepping his authority by giving an order to the Fed, but also it was disconcerting because I wasn’t planning tighter monetary policy at the time. In the aftermath of Continental Illinois’ collapse, market interest rates had risen and I thought the FOMC might need to calm the market by easing a bit.

What to say? What to do?

I walked out without saying a word.”

Now, walking out on the president and Baker—who had somewhat of killer instinct—was not a minor action. It was a major action.

Surprisingly, and despite this, Paul Volcker was reappointed. He then goes on to explain:

“I later surmised that the library location had been chosen because, unlike the Oval Office, it probably lacked a taping system. The meeting would go unrecorded. If I repeated the incident to the other members of the Federal Reserve Board or to the FOMC—or to Senator Proxmire, as I had promised to do if such a situation arose—the story would have inevitably leaked to nobody’s benefit. How could I explain that I was ordered not to do something that at that time I had no intention of doing?

As I consider the incident later, I thought that it was not precisely the right time for a short lecture on the constitutional authority of Congress to oversee the

más restrictiva. Tras el colapso de Continental Illinois, las tasas de interés de mercado se habían incrementado y yo consideré que el Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC, por sus siglas en inglés) debía tranquilizar al mercado mediante cierto relajamiento de la política monetaria.

¿Qué decir? ¿Qué hacer?

Me retiré sin decir una sola palabra”.

Retirarse sin responderle al presidente y a Baker —que tenía algo de un instinto asesino— no fue una acción menor. Fue una acción importante.

Sorprendentemente, y a pesar de esto, Paul Volcker fue reelegido. Prosiguió explicando:

“Más tarde supuse que la reunión se había realizado en la biblioteca porque, a diferencia de la Oficina Oval, probablemente carecía de sistema de grabación. La reunión no se grabaría. Si yo mencionaba el incidente a los otros miembros de la Junta de la Reserva Federal o al FOMC —o al senador Proxmire, como había prometido hacer en caso de presentarse dicha situación— la historia inevitablemente se habría filtrado en beneficio de nadie. ¿Cómo podría explicar que se me ordenó no hacer algo que en ese momento no tenía intención de hacer?”

Más tarde, cuando reflexioné sobre el incidente, pensé que quizás ese no era el momento más adecuado para dar un breve sermón sobre la autoridad constitucional del Congreso para supervisar a la Reserva Federal y el aislamiento deliberado de la Reserva Federal de la dirección del Poder Ejecutivo.

El silencio del presidente, su aparente incomodidad y el lugar de la reunión me hicieron estar seguro de que la Casa Blanca se mantendría callada. Era un asunto que debía permanecer únicamente entre Catherine Mallardi, la fiel asistente de los presidentes de la Reserva Federal, y yo.

Pero fue un sorpresivo recordatorio de la presión que la política puede ejercer sobre la Reserva Federal al acercarse el periodo electoral. Y esa no sería la última vez que trataría con Jim Baker”.

Federal Reserve and the deliberate insulation of the Fed from direction by the executive branch.

The president’s silence, his apparent discomfort, and the meeting locale made me quite sure the White House would keep quiet. It was a matter to be kept between me and Catherine Mallardi, the longtime faithful assistant to Federal Reserve chairmen.

But it was a striking reminder about the pressure that politics can exert on the Fed as elections approach. And it wasn’t the last I would see of Jim Baker”.

Well, that is another story. Let me now discuss the recent pressure on the Fed from President Trump.

When this started, Jay Powell was the new chair of the Fed. At that time, the Fed had a plan to raise the short-term interest rate closer to what we call normal, and Trump went public in a big way.

Did he succeed? My answer is no. Though I have no way of proving that, I will still explain why I think he was probably wrong. My conclusion is that he would have done better by not saying anything. Except if the monetary authority is clearly not operating intelligently, the government should absolutely stay out of arguing with the central bank. Going public should be the very last resort, not a first resort, especially if the president has very little understanding of monetary policy.

What I think could well have happened is the following: since things were going slightly wrong at the time, it was not clear that the Fed should have raised the interest rate along the path it had set out earlier.

And there was an option, namely doing nothing, that would have made the same point as not accepting the president’s advice (because the one thing they could not do was to accept the president’s advice). Powell had to establish that he was not going to be the president’s pussycat.

Had the president not said a word, they would have either not changed the interest rate at all or conceivably even reduced it. Being quiet is frequently a much better thing to do than giving a brilliant speech. So, I believe that what the president did was a mistake in terms of his own goals.

Let me conclude with a final word on central bank independence. When I was running the Israeli monetary committee

Pero esa es otra historia. Permítanme ahora discutir la reciente presión que el presidente Trump ha ejercido sobre la Reserva Federal.

Cuando esto inició, Jerome Powell era el nuevo presidente de la Reserva Federal. En ese momento, la Reserva Federal planeaba incrementar la tasa de interés a corto plazo en un nivel más cercano a lo que pudiéramos considerar como “normal” y Trump lo hizo público de manera notoria.

¿Tuvo éxito Trump? Mi respuesta es no. Aunque no tengo forma de probarlo, explicaré por qué considero que probablemente se equivocó. Mi conclusión es que hubiera sido mejor que no hubiera externado nada. Excepto en casos cuando la autoridad monetaria no está operando de manera inteligente, el Gobierno debe abstenerse de discutir con el banco central. Hacer anuncios públicos debería ser el último recurso, no el primero, especialmente si el presidente tiene poca comprensión sobre política monetaria.

Lo que bien podría haber sucedido es lo siguiente: como las cosas iban un poco mal en ese momento, no era claro si la Reserva Federal debería haber incrementado la tasa de interés conforme a la trayectoria que previamente había establecido.

Existía la opción de hacer nada, que habría sido equivalente a no aceptar el consejo del presidente (porque lo único que efectivamente no podía hacer era aceptar el consejo del presidente). Powell tuvo que dejar claro que no iba a ser el títere del presidente.

Si el presidente no hubiera dicho una palabra, la Fed no habría ajustado la tasa de interés en absoluto o posiblemente incluso la habría reducido. Con frecuencia, quedarse callado es mucho mejor que dar un brillante discurso. Por ende, pienso que lo que el presidente hizo fue un error en términos de sus propios objetivos.

Permítanme concluir con un último comentario sobre la autonomía de la banca central. Cuando dirigía el Comité de Política Monetaria de Israel —después de que se estableció— en ocasiones alguien sugería algo, añadiendo: “Es factible y, además, somos un banco central autónomo”. A lo que el gobernador respondía: “Sí, pero si tomamos malas decisiones, dejaremos de ser autónomos”.

Muchas gracias.

—after it was set up— someone would sometimes suggest something, to which he would add, “It is both doable and, besides, we are an independent central bank.” To which the governor would say, “Yes, but if we make bad decisions, we will no longer be independent”.

Thank you.







Superior izq.: Jonathan Heath, Subgobernador, Banco de México
Superior der.: Irene Espinosa, Subgobernadora, Banco de México
Inferior izq.: Javier Guzmán y Alejandro Díaz de León, Subgobernador y Gobernador, Banco de México
Inferior der.: Gerardo Esquivel, Subgobernador, Banco de México

Upper left: Jonathan Heath, Deputy Governor, Banco de México
Upper right: Irene Espinosa, Deputy Governor, Banco de México
Lower left: Javier Guzmán and Alejandro Díaz de León, Deputy Governor and Governor, Banco de México
Lower right: Gerardo Esquivel, Deputy Governor, Banco de México



Arriba: Agustín Carstens

Al centro, de izquierda a derecha: Jacob A. Frenkel, Arturo Herrera, Secretario de Hacienda y Crédito Público, y Alejandro Díaz de León

Abajo, de izquierda a derecha: Guillermo Ortiz, Jacob A. Frenkel y Arturo Herrera

Top: Agustín Carstens

Middle, from left to right: Jacob A. Frenkel, Arturo Herrera, Minister of Finance, and Alejandro Díaz de León

Bottom, from left to right: Guillermo Ortiz, Jacob A. Frenkel, and Arturo Herrera

TERCER SEMINARIO:
La Importancia de la
Autonomía de la Banca
Central: Retos y Perspectivas

Tercera sesión
La importancia de la
autonomía de los bancos
centrales para la efectividad
de la política monetaria

*Ciudad de México,
22 de noviembre de 2019*

THIRD SEMINAR:
The Relevance of Central
Bank Independence:
Challenges and Outlook

Third session
The relevance of central
bank independence
for monetary policy
effectiveness

*Mexico City,
November 22, 2019*

DANIEL CHIQUIAR

DIRECTOR GENERAL DE INVESTIGACIÓN ECONÓMICA, BANCO DE MÉXICO

PALABRAS DE BIENVENIDA DE LA TERCERA SESIÓN

En nombre de Banco de México, es un honor contar en esta tercera sesión con personalidades tan distinguidas, quienes pueden compartirnos perspectivas profundas sobre el tema de hoy, con base en sus credenciales académicas, vínculos con diversas instituciones orientadas a la formulación de políticas, y contribuciones seminales a la teoría y política monetarias. Permítanme plantear el tema general sobre el cual nos gustaría escuchar sus puntos de vista, así como otras preguntas específicas sobre las cuales me gustaría escuchar sus comentarios, aunque sea en forma resumida.

El objetivo de esta sesión es discutir —desde un punto de vista teórico y empírico— y explorar en la medida posible, los desarrollos más recientes alrededor del mundo sobre el siguiente tema: ¿cuál es el punto de vista de los panelistas acerca del papel que desempeña la autonomía de la banca central en la efectividad de la política monetaria? Este es un tema crítico y relevante en nuestros tiempos por diversas razones. Aun cuando entre las economías generalmente existe consenso sobre la importancia de separar la política de la banca central y, por lo tanto, sobre la importancia de la autonomía de los bancos centrales, este punto de vista se ha enfrentado recientemente a retos significativos.

En particular, en muchos países hemos visto una mayor polarización política, junto con diferentes puntos de vista sobre la formulación de políticas en general, y sobre la

DANIEL CHIQUIAR

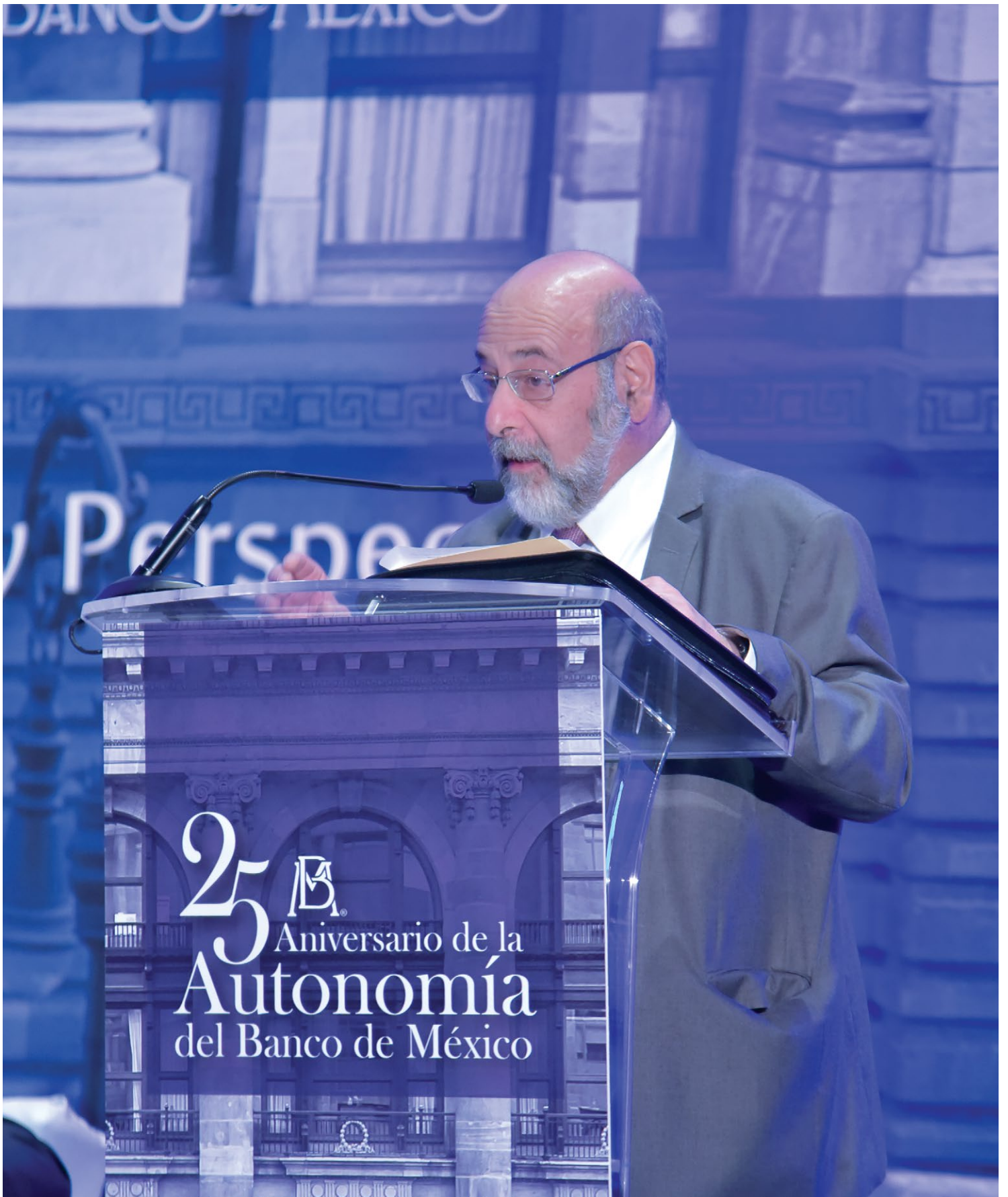
DIRECTOR GENERAL OF ECONOMIC RESEARCH, BANCO DE MÉXICO

THIRD SESSION WELCOME REMARKS

On behalf of Banco de México, it is an honor to have this third session with extremely distinguished personalities that can give us deep insights on today's topic, given their academic credentials, their links with diverse policy-oriented institutions, and their seminal contributions to monetary theory and policy. Let me pose the general topic from which we would like to hear their insights, as well as some more specific questions to which, without being comprehensive, I would like to listen to their comments.

The purpose of this session is to discuss from a theoretical and empirical point of view and explore, to the extent possible, the most recent developments across the world in the following regard: What are the panelists' views of the role of central bank independence for the effectiveness of monetary policy? This is a critical and prominent issue in our current times for several reasons. Although among the economies there is generally a consensus on the importance of separating politics from central banking and, thus, on the relevance of central bank independence, significant challenges to this view have recently emerged.

In particular, we have seen increased political polarization in many countries and, along with it, distinct views across diverse groups of society, and within governments, about policy making in general, and monetary policy in particular.



Daniel Chiquiar

política monetaria en particular, entre los diversos grupos de la sociedad y en los Gobiernos.

Además, la persistencia de bajo crecimiento y alta desigualdad en diversas economías desde mediados de la década de 2000 ha incrementado la demanda pública por políticas que fortalezcan el crecimiento. A pesar del consenso de los expertos en economía respecto de que es poco probable que la política monetaria pueda mejorar el crecimiento a largo plazo, los bancos centrales con frecuencia se han convertido en el foco de dichas demandas y de diferentes clases de presión política. En este contexto, y siguiendo la línea de pensamiento expresada por Jacob Frenkel cuando esta mañana preguntó por qué después de todos estos años aún nos estamos haciendo esta pregunta, yo diría que, precisamente debido a este nuevo entorno, no solo es importante que los que laboramos en bancos centrales entendamos cuál es el papel de la autonomía de la banca central, sino también que los académicos y los formuladores de política continúen participando en un debate informado y bien fundamentado sobre la autonomía de los bancos centrales. No solo para que informemos y comentemos con los especialistas técnicos, sino también para que lo hagamos con el público en general.

Por lo tanto, para iniciar este panel, haré solo unas cuantas preguntas sobre este punto; son tres o cuatro preguntas que pueden servir como guía para dar un poco de forma a esta discusión, sin que de alguna manera se consideren restrictivas.

La primera pregunta es: de acuerdo con su punto de vista, ¿cuál es el papel más relevante que desempeña la autonomía de un banco central en la efectividad de la política monetaria? ¿Es por su efecto en la credibilidad y, por lo tanto, en el proceso de la formación de expectativas? ¿O por la definición clara de los objetivos, instrumentos y capacidades de los bancos centrales? ¿O por el aislamiento de las demandas políticas a corto plazo que la autonomía proporciona?

La segunda pregunta tiene que ver con la noción de que la autonomía de los bancos centrales naturalmente conlleva una mayor responsabilidad a los ojos del público. En la actualidad, en muchas economías los bancos centrales están enfrentando demandas de acciones más fuertes para abordar temas diversos que trascienden sus objetivos de política monetaria. En ese sentido, en su opinión, ¿existe un ámbito donde los bancos centrales puedan compartir la

In addition, the persistence of low growth and high inequality levels in many economies since the mid-2000s has increased the public demand for growth-enhancing policies and, despite the economic consensus that monetary policy is unlikely to be able to improve long-term growth, central banks have often become the focus of such demands and political pressure of different kinds. In this context, and following Jacob Frenkel's previous line of thought, when he asked "why, after all these years, are we still asking ourselves this question?", I would say that, precisely, given this new environment, it is not only important for us in central banks to understand the role of their independence, but also for academics and policymakers to continue to engage in an informed and well-founded debate around central bank independence. It is crucial not only to inform and discuss with the technical audience but also with the general public.

So, to get this panel started, I will just pose a couple of questions, three or four questions, that might shape the discussion a little bit more without being restrictive at all.

First, what in your view is the most relevant role of central bank independence for the efficacy of monetary policy? Is it its effect on credibility and, therefore, on the process of expectations' formation? The clear definition of objectives, instruments, and capabilities of central banks? Or, is it the insulation it provides from short-term political demands?

Second, central bank independence naturally entails a great responsibility in the eyes of the public. Currently, central banks in many economies are facing demands for stronger actions to address diverse issues beyond their benchmark objectives. In that sense, in your opinion, is there a scope for central banks to share responsibility with other policy makers in other kinds of objectives while preserving their independence and without having to sacrifice their current mandate?

Finally, regarding the current situation, if we consider the current scenario of increased political and social polarization, and the possible fiscal and distributional implications of some central bank policies such as quantitative easing (QE), does this shape, in some way, your views concerning central bank independence?

responsabilidad con otros formuladores de política sobre otros tipos de objetivos, al tiempo que preserven su autonomía, sin sacrificar su mandato actual?

Por último, en relación con la situación actual, considerando el presente escenario de mayor polarización política y social, así como posibles implicaciones fiscales y de distribución de las políticas de algunos bancos centrales, tales como la expansión cuantitativa, ¿esto modifica, de alguna forma, sus puntos de vista respecto de la autonomía de la banca central?

Dicho lo anterior, le cedo la palabra a Ken Rogoff.

Muchas gracias.

With that, I will let Ken Rogoff take the floor.

Thank you.

KENNETH ROGOFF
PROFESOR THOMAS
D. CABOT DE POLÍTICA
PÚBLICA Y PROFESOR
DE ECONOMÍA,
HARVARD UNIVERSITY

PANEL ACADÉMICO

Muchas gracias. Es un honor estar aquí para celebrar el vigésimo quinto aniversario de la autonomía del Banco de México y creo que no necesito explicar que es un momento de suma importancia para celebrarlo, no solo por lo que está pasando en el mundo, sino también por las presiones que puedan presentarse en el futuro.

Hemos tenido una variedad extraordinaria de presentaciones excepcionales. Asisto a muchas conferencias sobre banca central. En realidad, me han sorprendido la cantidad de perspectivas novedosas que se han presentado y, al menos para mí, la forma en la que cada orador ha contribuido con diferentes ideas. Además, después de mi presentación, aún podremos escuchar a tres maravillosos expertos académicos.

Quiero empezar señalando un aspecto sobre el tema general de esta conferencia que es por qué los bancos centrales deben ser autónomos. Tuve la fortuna de tener como profesor al finado Paul Samuelson cuando fui estudiante de posgrado en el Massachusetts Institute of Technology (MIT, por sus siglas en inglés), y una de sus afirmaciones favoritas era que la ventaja comparativa en el comercio es uno de los poquísimos temas en economía que es, a la vez, cierto mas no obvio. Claramente no es obvio para el Gobierno de mi país, pero en verdad creo que la autonomía de la banca central es otra de las cosas que tal vez para este grupo sea obvio, pero —aunque es absolutamente cierto que la autonomía de la banca central contribuye a la estabilidad y al

KENNETH ROGOFF
THOMAS D. CABOT
PROFESSOR OF PUBLIC
POLICY AND PROFESSOR OF
ECONOMICS,
HARVARD UNIVERSITY

ACADEMIC PANEL

Thank you very much. It is an honor to be here to celebrate the 25th anniversary of the Mexican central bank's independence, and I think I do not need to explain to this audience that it is a very important moment to celebrate its independence, not just because of what is going on worldwide but also because of the pressures that may come in the future.

We have had a remarkable range of great talks. I go to a lot of conferences on central banking and I was actually surprised by how many fresh insights there were and, at least to me, how each speaker contributed with different ideas, and we still have three great academic speakers following me.

I want to start by making one point on the general idea of this conference, which is: why central bank independence? So, I was fortunate to have the late Paul Samuelson as a professor when I was a graduate student at Massachusetts Institute of Technology (MIT), and one of his favorite sayings was that comparative advantage in trade is one of the very few things in economics that is both true and not obvious. It is clearly not obvious to the administration in my country, but I actually think central bank independence is another thing where, maybe to this group it is obvious, but, although it is absolutely true that central bank independence contributes to stability and growth, it is absolutely not obvious to most people that this is true.

Just briefly, a little personal experience. I wrote about this in my first papers in 1981. I think I wrote the first paper on



Kenneth Rogoff

crecimiento—, para la mayoría de la gente, no es obvio en lo absoluto que esto sea cierto.

Les voy a compartir una historia breve sobre una experiencia personal. Recuerdo que la mencioné en mis primeros documentos de investigación, en 1981. Creo que escribí el primero sobre la importancia de contar con un banco central autónomo, de contar con un modelo del mismo y del régimen de objetivos de inflación, y no pude lograr que lo publicaran y lo rechazaban muy rápido. No lo rechazaban porque hablaba sobre objetivos de inflación o sobre la idea de que tal vez no se quiera que el banco central tenga siempre la misma función objetivo que los políticos, por lo que se establece un objetivo intermedio. Lo rechazaban porque hablaba sobre una banca central autónoma y eso era una tontería. ¿Para qué se necesitaba un banco central autónomo? Es solo una fachada, no significa nada. Conservo cartas de economistas muy prominentes que fueron mis primeros árbitros e insinuaban este punto de vista. Por lo tanto, podría pensarse que no es tan obvio.

Este es en verdad el caso y, recientemente, cada vez se ha vuelto más cierto que los bancos centrales están siendo atacados. Stanley Fischer habló sobre la forma en que Donald Trump atacó a la Reserva Federal y no sé si se ha discutido que la Reserva Federal pudo no haber aumentado las tasas de interés si Trump no la hubiera atacado, pero creo que es una conjetura muy interesante. Sin embargo, si la Reserva Federal aumentó sus tasas por esa razón, es un buen motivo porque mantener su autonomía es realmente esencial para la estabilidad. No obstante, creo que la autonomía de la banca central está siendo atacada en muchos países del mundo.

Por supuesto, en Inglaterra está Jeremy Corbyn, quien tal vez tiene un 50/50 de posibilidades de convertirse en primer ministro, y quien le ha anunciado a la población que habrá una expansión cuantitativa cuando lo que en realidad quiere es tener un Banco Central que imprima dinero y lo distribuya a la población. En mi país existe una moderna teoría monetaria, que no es moderna, ni monetaria, ni teoría, pero que tiene una enorme influencia; es una teoría que no está al margen de un punto de vista político. Debo dar crédito a Sebastián Edwards, un muy prominente economista en la Universidad de California, Los Ángeles (UCLA, por sus siglas en inglés) de mi generación, quien de hecho ha escrito un ensayo muy bueno al respecto donde afirma:

the importance of having an independent central bank, a model of it, and inflation targeting. I could not get it published, and it would get rejected very quickly. And it was not rejected because it had inflation targeting or the idea that maybe you do not want the central bank to always have exactly the same objective function as politicians, and therefore you give it an intermediate target. It was rejected because it talked about an independent central bank, and that was idiotic. Why would you need an independent central bank? It is a complete façade, it means nothing. And I have letters from very prominent economists who were my early referees and hinted at this, so I would think it is not obvious.

It is certainly the case, and has become increasingly true recently, that central banks have come under attack. Stanley Fischer spoke about Donald Trump attacking the Fed, and I do not know if you have talked about how the Fed might not have raised interest rates if he had not attacked them, but I think that it is a very interesting conjecture. However, if the Fed raised interest rates for that reason, it is a good reason, because maintaining their independence is really essential to stability. Still, I think that central bank independence is under attack in many, many countries around the world.

Of course, in England there is a Jeremy Corbyn, who perhaps stands a 50/50 chance of being prime minister, and who has advertised people's quantitative easing, where he wants to have the central bank print money and give it to people. In my country, there is a modern monetary theory, which is not modern, not monetary, and not a theory; but it is very influential; this is not fringed from a political point of view. I have to credit Sebastian Edwards, a very prominent economist at the University of California, Los Angeles (UCLA) in my generation, and who has actually written a very nice piece on this where he said: "You know, Latin America has tried monetary theory." Why do you not just look at the list of examples that he gave?

We could go on and on, but there are certainly profound pressures on central bank independence, and I believe there are a few reasons for it. I think the governor of the central bank of Brazil hit the nail on the head probably with what is the biggest one, which is—and other of you have mentioned it— *there's no inflation! We don't need you.*

“Saben, América Latina ha probado la teoría monetaria”. Basta con que vean ustedes su lista de ejemplos.

Podríamos seguir hablando de esto, pero definitivamente hay presiones profundas en torno a la necesidad de bancos centrales autónomos y creo que hay diversas razones para ello. Creo que el gobernador del Banco Central de Brasil probablemente le dio al clavo cuando dijo que la más grande de estas presiones —y algunos de ustedes la han mencionado— es que, como ya no hay inflación, los bancos centrales autónomos no son necesarios.

Jacob Frenkel tiene un chiste muy gracioso al respecto. Lo he usado antes y siempre te doy crédito, Jacob (dirigiéndose a Jacob Frenkel). Es sobre un hombre que no puede encontrar espacio para estacionarse, da vueltas y más vueltas, y dice: “Por favor, Dios, dame un lugar para estacionarme. Empezaré a ir al templo, seré leal, hare todo lo que no estoy haciendo. Dame un lugar, por favor”. Entonces se libera un espacio donde estacionarse, se estaciona y dice: “¡Olvidalo!”. Esto es más o menos lo mismo —gracias, Jacob— que pasa con los banqueros centrales.

Pienso que ha quedado claro que los bancos centrales ayudan a disminuir la inflación. Entonces decimos que ya no los necesitamos, y esto es algo que prevalece mucho. Incluso cuando le doy clases no solo a estudiantes de pregrado, sino a los de posgrado —no sé si a Larry y Barry les ha pasado lo mismo— y uno les explica qué es la inflación, creen que les estás hablando de un disco de Frank Sinatra. Piensan simplemente: “Eso no es parte de mi vida, no sé por qué lo estamos estudiando”. Esto es algo definitivamente muy importante en este debate.

Creo que fue Jacob Frenkel quien también mencionó otro aspecto muy importante —que es parte del populismo que vivimos en el mundo— y que es esta desconfianza generalizada en los expertos y la asesoría que brindan los expertos. Leo el pronóstico meteorológico para ver cómo va a estar el clima y mi esposa piensa que le basta con asomarse por la ventana y ver el cielo. Tal vez ella tenga razón, pero creo que, en promedio, los expertos en meteorología son una muy buena fuente si uno quiere saber qué clase de ropa deberá usar en la tarde.

No quiero decir que nosotros los economistas siempre tengamos la razón, sobre todo cuando se trata de hacer

Jacob Frenkel has a wonderful joke about this. I have used it —I always credit you— (turning to Jacob Frenkel) but I have used it before, and it is about a man who cannot find a parking space and he is driving around and says: “Please, God, give me a parking space. I will start going to the temple, I will be loyal, I will do everything I am not doing. Please.” And then a parking space opens up, and he drives into it and says: “Never mind!” And it is a little bit —thank you, Jacob— like this with central bankers.

I think the point was made that central banks bring inflation down, and then we say that we do not need you anymore, and that is very prevalent. Even when teaching not just undergraduates, but also graduate students —I do not know if Larry and Barry have the same thing happen to them— and you tell them about inflation, they think you are talking about a Frank Sinatra record. They just say, “This is just not a part of my life, I do not know why we are studying this.” And that is absolutely something very prominent in the debate.

I guess it was, again, Jacob Frenkel who mentioned another major issue—which is part of the populism that we are living in the world— which is this general distrust of experts and of expert advice. I look at the weather reports to see what is going to happen with the weather, and my wife feels she can do better looking at the door and looking at the sky. Maybe she is right, but I think, on average, even weather experts do pretty well if you want to know what you will be wearing in the afternoon.

We economists are by no means always right, especially when it comes to prediction. But, I always tell my graduate students: “If you feel like you do not know anything and you want to feel like you do, read non-economists talking about the same issues and you will feel a lot smarter.” I feel this is certainly part of the dynamics we are experiencing.

One of the things I have thought about is that, when I was writing about this almost forty years ago, it just did not occur to me to discuss what a central bank can achieve with its independence as a center of technocratic expertise. And I think all of you central bankers have discovered that is part of your power.

Central banks have a culture of developing a respected technocratic expertise; they have incredible staffs that can brief on a wide variety of issues. However, —I believe

pronósticos. Siempre le digo a mis estudiantes de posgrado: “Si ustedes piensan que no saben nada y quieren pensar que sí saben, lean a los no-economistas cuando discuten sobre estos mismos temas y se van a sentir mucho más inteligentes”. Creo que esto ciertamente es parte de la dinámica que estamos viviendo.

Una de las cosas que he estado reflexionando es que, cuando estaba escribiendo sobre este tema hace casi cuarenta años, simplemente no se me ocurrió discutir lo que un banco central puede lograr con la autonomía como centro de su experiencia tecnocrática. Creo que todos ustedes, como banqueros centrales, han descubierto que ser autónomos es parte de su poder.

Los bancos centrales tienen la cultura para desarrollar experiencia tecnocrática; cuentan con personal muy calificado que puede informar sobre una gran variedad de temas. No obstante, y creo que Stanley Fischer y algunos otros ya hablaron al respecto, eso no significa que los bancos centrales puedan hacer todo. Hay que ser cuidadosos porque ustedes apoyan lo que se está haciendo dentro de un ambiente específico y dentro de su capacidad, pero carecen de las herramientas para controlarlo. Lo mismo aplica en el caso de la igualdad, donde sin duda pueden expresar afinidad con la meta, pero no es algo que necesariamente puedan controlar.

En la siguiente parte de mi presentación hablaré sobre otro tipo de retos muy diferentes que los bancos centrales enfrentarán en el futuro.

Obviamente está el populismo. Sin embargo, creo que otros oradores ya se han referido a la idea de que vivimos en un entorno que cambia a gran velocidad, y tenemos que volver a revisar el tema de por qué es necesario analizar ahora la autonomía de los bancos centrales y por qué aún la necesitamos.

Quiero mencionar varios de estos retos. Sin duda, tanto la crisis financiera, y el hecho de que se tuvieran que usar instrumentos nuevos, como la legitimidad, son temas lo bastante extensos para dar toda una conferencia al respecto. Sin embargo, permítanme hablar sobre otro tipo de retos.

Uno es mi expectativa de que la banca, en treinta o tal vez quince años, ciertamente no se parecerá en nada a lo que es hoy en día. Los reguladores tienen el trabajo de adelantarse a los hechos para asegurarse de que las empresas

the point was also made by Stan Fischer and others— that does not mean you can have central banks doing everything. You have to be careful because you support whatever is being done in the environment, within your power, but you do not have the tools to control it. And the same is very true with equality, where you can certainly express your sympathy with the goal, but it is not something you can necessarily control.

I want to do the next part of my remarks about some other kinds of challenges that central banks will face in the future that are different.

There is obviously populism. But I think a number of other several speakers have already referred to the idea that it is a fast-changing landscape, and we need to revisit the question of central bank independence of... *Why now? Why do we still need it?*

I want to list a number of them. Because, certainly, the financial crisis and the fact that new instruments had to be used, and thinking about legitimacy would be a whole lecture in itself. But let me speak about some other challenges.

One is my guess that banking, in thirty or maybe fifteen years, certainly will not look anything like today. Regulators have the job of staying ahead of things to make sure that tech firms and big firms obey the same regulations, the same rules that banks do, and that tech firms are simply not underground.

But I do not think there is any question that we are in for a huge transformation that is going to require conceivably sucking the central bank into political issues that are difficult, technocratic issues. Another example that has certainly been given earlier is cryptocurrencies, digital currencies, which again presents new kinds of issues and challenges.

Another for sure is the retreat from globalization. I started my remarks with that. Historically —and Barry certainly is much more an authority on this— we have had globalization in waves. The Princeton economic historian, Harold James, wrote about this some time ago —maybe in a book from the early 2000s —and said: “We are on a wave to globalization, but we often have waves that go in the other direction.” That certainly can have profound effects, depending on whether or not there is less trade integration, and there is a lot of work suggesting trade integration and financial integration

tecnológicas y las grandes compañías obedezcan las mismas regulaciones, las mismas reglas que los bancos, y que las empresas tecnológicas no sean simplemente clandestinas.

Pero no creo que haya ninguna duda de que estamos en una enorme transformación que posiblemente requerirá arrastrar a la banca central a cuestiones políticas difíciles, cuestiones tecnocráticas. Otro ejemplo que ciertamente se ha dado antes son las criptomonedas y las monedas digitales, que presentan nuevos tipos de problemas y desafíos.

Otro sin duda es el retroceso de la globalización. Empecé mi presentación con ese tema. Históricamente —y Barry sin duda tiene más autoridad para hablar al respecto— hemos tenido globalización en oleadas. Harold James, historiador económico de Princeton, escribió sobre esto hace algún tiempo —quizás en un libro de principios de la década de los años 2000— y declaró: “Estamos en una ola hacia la globalización, pero a menudo tenemos olas que van en otra dirección”. Esto ciertamente puede tener efectos profundos, dependiendo de si hay o no menor integración comercial. Hay muchos trabajos de investigación que sugieren que la integración comercial y la integración financiera van de la mano y ciertamente pueden tener muchas implicaciones para los bancos centrales.

Otro reto —que tal vez se relaciona con lo que dije sobre cibernética— es que cada vez más bancos centrales tendrán que pensar en la información, el manejo de la misma y su privacidad. Estos son temas muy importantes y, si los bancos centrales están regulando la banca o están manejando parte del sistema de pagos, son incluso más importantes. Un miembro de un banco central asiático me dijo que ahora están enviando tantos estudiantes a la facultad de ciencias de la información como a la de economía; eso ciertamente podría ser parte de una tendencia.

Otro reto más es lo que llamaría el aumento de la dominancia del dólar. He escrito un poco sobre este tema, pero mi antigua alumna, Gita Gopinath, quien ahora es economista en jefe del Fondo Monetario Internacional (FMI), es realmente la mayor experta en esta área que también afecta la autonomía de la banca central. No voy a tratar de discutir por qué podría ser algo malo, no creo que necesite explicarlo. Pero, aunque la participación de Estados Unidos en el PIB mundial disminuya, la influencia de la Reserva Federal es muy significativa. Creo que si se busca pronosticar lo que va a pasar con el mercado de valores del Reino Unido, se

go hand in hand and it can certainly have many implications for central banking.

Another — that maybe relates to what I said about cyber— is that more and more central banks will have to think about data; in particular, data management and privacy. These are huge issues and if the central banks are regulating banking or if they are running part of the payments system, this is huge. Someone from an Asian central bank told me they are now sending as many students to graduate school in data science as they are in economics, and that certainly could be part of a trend.

Another is what I would call rising dollar dominance (RDD). I have written a little on this but my former student, Gita Gopinath, who is now chief economist at the IMF, is really the leader in this area, and this also affects central bank independence. I will not try to get into why it might be a bad thing, I do not think I need to explain that. But even though the US share of global GDP falls, the influence of the Fed is greatly significant, and I think if you want to predict what is going to happen to the UK stock market, you might get more information by knowing the Fed’s decision than by knowing the Bank of England’s decision. I do not think this is anything unique.

Lastly —maybe this relates to modern monetary theory— but there is a view in many advanced countries that all debt is good, and you can just let debt drift up because interest rates do not seem to be high. Olivier Blanchard has a subtle scholarly interpretation of this. I did a debate with him at the International Monetary Fund a little over a week ago. I would say that one of the points I made is what is being called ‘debt’, that is, the 20th-century version of debt, in the modern state, it is just a sliver that sits atop social security obligations and many other things that look a lot like debt. You can call junior debt to senior debt and think that you are expanding the senior debt, and you are not having any effect on anything else. And that is an issue.

An example I give is Italy, which many people say should be able to issue much more debt than it currently does. I think those same people may not be aware that Italy is currently paying out 16% of GDP in public pensions. That is compared to an average of 8% for the OECD; and 5% for the United States. So, that is clearly an issue and it may be that in the future you will not come to the central



De izquierda a derecha: Jonathan Heath, Jacob A. Frenkel, Javier Guzmán, Alejandro Díaz de León y Arturo Herrera

From left to right: Jonathan Heath, Jacob A. Frenkel, Javier Guzmán, Alejandro Díaz de León, and Arturo Herrera

puede obtener más información al analizar la decisión de política monetaria de la Reserva Federal que la del Banco de Inglaterra. No creo que esto sea algo único.

Finalmente, y quizás esto se relacione con la teoría monetaria moderna, hay un punto de vista en muchos países avanzados de que toda la deuda es buena, que se puede dejar que la deuda aumente porque las tasas de interés aparentemente no son altas. Olivier Blanchard tiene una interpretación sutil sobre este tema que debatí con él en el Fondo Monetario Internacional hace poco más de una semana. Diría que uno de los puntos que planteé es sobre lo que denominamos deuda; es decir, la versión de deuda del siglo XX en el estado moderno representa solo una pequeña parte que queda sobre las obligaciones de seguridad social y de muchas otras cosas similares a la deuda. Así, se puede llamar deuda nueva a la deuda vieja, pensar que se está expandiendo la deuda vieja, y que eso no tiene ningún efecto, lo cual es un problema.

Un ejemplo que proporcione es el de Italia pues, según muchas personas, debería poder emitir mucho más deuda de la que actualmente tiene; creo que esas mismas personas tal vez no sepan que Italia está pagando actualmente 16% del PIB en pensiones públicas, en comparación con el promedio de 8% entre los países miembros de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE). En Estados Unidos el promedio es 5%. Por lo tanto, eso es claramente un problema y puede ser que en el futuro no solicites ayuda al banco central, ya que tan solo incumplirás con estos pensionados y estas otras obligaciones.

Por último, creo que una de las razones por las que los bancos centrales deben mantenerse atentos —olvidé quién lo dijo— y es necesario contar con un poco de margen de maniobra, es porque siempre puede pasar algo. La próxima crisis podría no parecerse en nada a la anterior y podríamos tener otra crisis financiera, que a menudo es un mecanismo amplificador. Creo que si hoy le dices esto a muchos miembros de esta generación dirán: “¡Está bien! Si tenemos otra crisis, las tasas de interés bajarán aún más, así que, ¿cuál es el problema? El Gobierno puede respaldarlas”. Eso no es verdad. Eso es lo que pasó en 2008. Pero si vuelven a revisar la lista de crisis que Carmen Reinhart y yo revisamos —Fabrizio Perri escribió una investigación sobre este tema— condicionando a que algo malo pase, incluyendo

bank, you will just default on these pensioners and these other obligations.

And last, I believe that one of the reasons central banks need to continue to be vigilant —I forgot who first said this—but you need some space because stuff happens. The next crisis may not look anything like the last crisis, and we may have another financial crisis, that is often an amplifying mechanism. I think that if you tell this to a lot of people in this generation today, they will say: “That is fine! If we have another problem, interest rates will go down even more, so what is the problem? The government can stand behind it.” That is just not true. That is what happened in 2008. But if you go back and look at the list of crises Carmen Reinhart and I looked into —economist Fabrizio Perri has a paper on this— conditional on having something bad happening, including cyber-attacks, climate crisis, and the Chinese crash among others— do not be so sure that you are not going to be stressed out. And maybe we will just default on all of those pensioners the way Russia or a number of countries did when they had their high inflation, but maybe it will not be so pretty.

So, in sum, I certainly came here because I think that Banco de México has done an incredible job establishing independence in an environment where now you say, “Well, of course, they did it!” When this started in 1994, I was certainly watching; I was “rooting” for them, but I do not think “of course.” I believe this is something not to be taken for granted. If I were advising any government that did not want its economy to have a really long-term devastating damage, one of the critical steps would be maintaining the independence of the central banks.

Thank you.

ciberataques, problemas climáticos y la posibilidad de que la economía china se desplome, entre otros factores, no estoy tan seguro de que las personas de esta generación no vayan a estar muy estresadas. Y aunque quizás no pague-mos a todos esos pensionados como lo hizo Rusia u otros países cuando tuvieron una inflación alta, tal vez esta situación no sea tan buena.

Así que, en resumen, ciertamente asistí a este evento porque creo que el Banco de México ha hecho un trabajo increíble al establecer su autonomía en un ambiente donde ahora se puede decir que sin duda lo logró. Cuando esto comenzó en 1994, yo estaba ciertamente observando; deseaba que este Banco Central tuviera éxito, pero no pensé que lo tuviera garantizado. Creo que este es el tipo de logro que no debe darse por sentado. Si tuviera que aconsejar a algún Gobierno que no quisiera que su economía sufriera un daño devastador a largo plazo, uno de los pasos críticos sería mantener la autonomía de los bancos centrales.

Muchas gracias.

ATHANASIOS ORPHANIDES

PROFESOR DE LA PRÁCTICA DE ECONOMÍA GLOBAL Y GESTIÓN, MIT SLOAN SCHOOL OF MANAGEMENT

PANEL ACADÉMICO

Muchas gracias. Es un honor estar en este evento. Ante todo, quiero agradecer al gobernador y al Banco de México por la invitación a externar unas palabras en esta celebración. La ocasión merece celebrarse.

Voy a pasar directamente a las preguntas que Daniel y Jacob formularon. ¿Por qué estamos discutiendo la necesidad de la autonomía de la banca central? Como dijo Kenneth, ya debería ser algo obvio. Sin embargo, Stanley dijo hace solo unos minutos que, aunque ya debería ser una necesidad obvia, se está cuestionando la importancia de la autonomía de los bancos centrales y, en algunos lugares del mundo, se encuentra amenazada significativamente.

Voy a empezar compartiéndoles la respuesta que los cuatro expresidentes de la Reserva Federal han dado, y que resume bastante la teoría. ¿Por qué necesitamos bancos centrales autónomos? Los necesitamos porque en realidad solo así pueden ofrecer mejores resultados económicos. Paul Volcker, Alan Greenspan, Ben Bernanke y Janet Yellen estuvieron de acuerdo con esta respuesta. Fue una declaración casi tan impresionante como ver a cuatro gobernadores del Banco de México compartir el mismo escenario y la misma postura al hablar de la autonomía del banco central. Incluso la percepción de que la autonomía del banco central está comprometida puede ser extremadamente dañina para una economía. Como dijeron los cuatro expresidentes de

ATHANASIOS ORPHANIDES

PROFESSOR OF THE PRACTICE OF GLOBAL ECONOMICS AND MANAGEMENT, MIT SLOAN SCHOOL OF MANAGEMENT

ACADEMIC PANEL

Thank you. It is an honor to be here. First, I would like to thank the governor and Banco de México for the invitation to speak at this celebration. This is something that should be celebrated.

I am going to go directly to the questions that Daniel and Jacob asked earlier. Why are we discussing central bank independence? As Kenneth was saying, it should have been obvious by now. Nonetheless, Stan mentioned only a few minutes ago that even though it should have been obvious by now, the independence of central banks is actually under question and, in some parts of the world, under significant threat.

I am going to start by giving you the answer that the four former Fed chairs have given, which pretty much summarizes the theory. Why we need it? We need central bank independence because it actually delivers better economic outcomes. Paul Volcker, Alan Greenspan, Ben Bernanke, and Janet Yellen agreed on this. This editorial was almost as impressive as watching four governors of Banco de México on stage in unison with a uniform position talking about the central bank's independence. Even the perception that the central bank is compromised, can be incredibly damaging for an economy. As the four former Fed chairs said, "it can lead to unstable financial markets and to worse economic outcomes."



Athanasios Orphanides

la Reserva Federal, “Puede dar como resultado mercados financieros inestables y derivar en resultados económicos incluso peores”.

“Una economía es más fuerte y funciona mejor cuando el banco central actúa con autonomía de presiones políticas de corto plazo y se basa solo en principios y datos económicos sólidos [...].

Incluso la percepción de que las decisiones monetarias están motivadas políticamente o están influenciadas por amenazas de que los formuladores de política no podrán cumplir sus mandatos, puede minar la confianza del público en que el banco central está actuando en el mejor interés de la economía. Esto puede conducir a mercados financieros inestables y a resultados económicos incluso peores”. (Paul Volcker, Alan Greenspan, Ben Bernanke y Janet Yellen. Wall Street Journal, 6 de agosto de 2019).

Por supuesto que hemos aprendido esto gracias a la historia y a la teoría. Creo que Larry va a presentar algunos ejemplos históricos más adelante. No creo que haya duda de que la interferencia política en la implementación de la política monetaria conduce inevitablemente a errores políticos. Y la autonomía de la banca central es fundamental para evitar dichos errores.

Quiero añadir un aspecto que más adelante voy a relacionar con la experiencia del Banco de México: la autonomía, aunque crítica, no es realmente suficiente para dar buenos resultados. A lo largo de la historia, hemos cometido errores que se observan incluso en bancos centrales que parecen ser supremamente autónomos. Les voy a dar dos breves ejemplos.

El primero de estos ejemplos proviene de la Reserva Federal durante el periodo de estanflación conocido como la Gran Inflación de los años 70. Invocaré la experiencia del presidente Martin [William McChesney Martin Jr.] que hoy ya se ha mencionado en repetidas ocasiones: el gran presidente de la Reserva Federal que fungió en el cargo durante más tiempo; la persona que, por parte del Departamento del Tesoro, fue responsable del acuerdo que restableció la autonomía de la Reserva Federal en 1951; la persona que hizo aquella maravillosa declaración sobre qué tan previsores

“[A]n economy is strongest and functions best when the central bank acts independently of short-term political pressures and relies solely on sound economic principles and data [...].

Even the perception that monetary policy decisions are politically motivated, or influenced by threats that policy makers won't be able to serve out their terms of office, can undermine public confidence that the central bank is acting in the best interest of the economy. That can lead to unstable financial markets and worse economic outcomes.” (Paul Volcker, Alan Greenspan, Ben Bernanke and Janet Yellen. Wall Street Journal, August 6, 2019).

Of course, we know this from history and from theory. I think Larry is going to bring some historical examples later on. I do not think we have any doubts that political interference in the implementation of monetary policy inevitably leads to policy mistakes. And central bank independence is critical to protect against such mistakes.

I want to add an asterisk to this one, which I want to relate to the experience of Banco de México later on: independence, although critical, is not really sufficient to give us good outcomes. Over history, we have made mistakes that are being observed even in central banks that appear to be supremely independent. I am going to give you two brief examples.

The first one is from the Federal Reserve in the Great Inflation of the 1970s, and I will invoke the experience of chair Martin [William McChesney Martin Jr.] that has come up repeatedly already in the discussion today. The great and longest-serving Federal Reserve chair; the person who was responsible for the treasury side for the accord that reestablished the independence of the Federal Reserve in 1951; the person who said the wonderful thing about how preemptive central bankers should be; and about being the bad guy taking the punch bowl away even before the party started going, was also the person who was the chair of the Fed when the Great Inflation started.

I want to look a little bit into this paradox despite his best efforts as a very good central banker, by recalling some of the pressures that central bankers can face. Then, I will

deben ser los banqueros centrales, y también sobre aquello de ser el malo de la película que retira la bebida de la mesa incluso antes de que la fiesta empiece, y quien también era presidente de la Reserva Federal cuando empezó el mencionado periodo de altísima inflación.

A pesar de los mejores esfuerzos que Martin hizo como un excelente banquero central, quiero examinar un poco esta paradoja recordando algunas de las presiones que los banqueros centrales pueden enfrentar. Posteriormente, hablaré un poco sobre el más reciente error de política, lo que el FMI ha denominado políticas de “baja inflación” del Banco Central Europeo (BCE) en esta década.

Permítanme darles un ejemplo de cómo la presión política podría haberse hecho de manera pública, no privada, y por supuesto que la mayor parte de la presión política sobre los bancos centrales se hace en privado —y yo mismo también lo he experimentado—. Pero para hacerla de manera pública, y antes de la era de Twitter, en Estados Unidos lo que se podía hacer si se quería ejercer influencia atacando al Banco Central era utilizar las comparecencias ante el Congreso.

Solo para darles una mejor idea, voy a compartirles un ejemplo que data de 1968. Esto ocurrió antes de que supiéramos lo mala que sería aquella experiencia de alta inflación, pero la inflación ya estaba aumentando en ese momento y el presidente Martin estaba llegando al final de su mandato. Le restaba alrededor de un año y medio, menos de dos años de su carrera. Fue constantemente atacado por varios funcionarios, unos más que otros, tanto del Congreso, como de la administración.

Basta con echar un vistazo a la versión en Twitter de la declaración de un comentario introductorio de Wright Patman en una audiencia del Comité Económico Conjunto. Permítanme leerles la última frase: “Fuera del Vietcong, no conozco ninguna institución que le haya hecho más daño a la economía estadounidense en los últimos años”. Estaba hablando con el presidente de la Reserva Federal. Wright Patman quería tasas de interés bajas y cero inflación al mismo tiempo. Estamos hablando de un malentendido de cómo funciona la economía en conjunto.

“Sr. Martin, sostengo que su agencia —la Reserva Federal— ha fracasado miserablemente y sigue fracasando en cumplir con sus obligaciones con

also speak a little bit about the more recent policy mistake, what the IMF has called the “lowflation” policies of the ECB in this decade.

Let me just give you an example of how political pressure could have been done in public, not in private. Of course, most political pressure on central banks is done in private —and I have experienced that myself as well — but in public, and before the age of Twitter in the United States, what you could do if you wanted to try to exert influence by bashing the central bank is to use congressional hearings.

I have an example from 1968, just to give you an idea. This was before we knew how bad the inflation experience would turn out to be, but inflation was already rising at the time and chair Martin was towards the end of his tenure. He had about a year-and-a-half, less than two years, left in his career. He was constantly under attack by a number of people, both in Congress and in the administration, some more than others.

Just have a look at the tweet version of the statement which is an introductory remark by Wright Patman at a hearing of the Joint Economic Committee. Let me just read to you the last sentence: “Outside the Vietcong, I do not know of any institution that has done more damage to the American economy in the past few years.” He was talking to the Fed chair, and Wright Patman wanted, at the same time, low interest rates and no inflation. And we talk about misunderstanding how the economy works.

“Mr. Martin, I submit that your agency —the Federal Reserve— has failed miserably, and is continuing to fail, in meeting its obligations to the economy in a wartime period. Outside of the Vietcong, I do not know of any institution that has done more damage to the American economy in the past few years” (Representative Wright Patman, Hearing of the Joint Economic Committee, February 14, 1968).

Of course, we know what happened after that. The economy of the United States was overextended. Inflation had risen quite a bit by 1968. It became much worse later on. But here we have one of the great central bankers of his generation not being able to push back sufficiently. And, of course, I put the following title on the slide: Political Foundations of the Great Inflation. And there are many more. And you

la economía en un periodo de guerra. Fuera del Vietcong, no conozco ninguna institución que le haya hecho más daño a la economía estadounidense en los últimos años”. (Representante Wright Patman, audiencia del Comité Económico Conjunto (Joint Economic Committee), 14 de febrero de 1968).

Por supuesto, ya sabemos lo que pasó después. La economía de Estados Unidos se estaba sobrecalentando. La inflación ya había aumentado bastante para 1968 y aumentó incluso más después. Pero aquí tenemos a uno de los grandes banqueros centrales de su generación que no pudo hacerla retroceder lo suficiente. Y, por supuesto, pongo el siguiente título a la diapositiva: Fundamentos políticos de la Gran Inflación. Y hay muchos más. Y siempre se pueden dar miles de explicaciones para los errores políticos; pero en el fondo queremos ser más críticos: ¿realmente importa si el Gobierno u otros funcionarios presionan constantemente al banco central en esta dimensión particular? ¿Importa que los banqueros centrales, aunque sean autónomos, también sean seres humanos? Entonces, en estas condiciones ¿esperamos absolutamente ninguna influencia bajo ninguna circunstancia? Eso puede ser difícil. Permítanme darles otro ejemplo más reciente. Por supuesto, la mayoría de ustedes están al tanto de los últimos debates sobre la política monetaria del BCE.

Pero pensé en recordarles un episodio de 2016 cuando el *Wall Street Journal* publicó un artículo muy interesante sobre el discurso que había pronunciado el día anterior el ministro de Hacienda del mayor Estado miembro de la zona del euro y es interesante que el discurso no se suponía que iba a publicarse en la prensa, pero aquí lo comparto.

“Las acciones del BCE han enfrentado una crítica creciente en Alemania, donde la economía y el mercado laboral gozan de una salud robusta, pero las tasas de interés demasiado bajas han afectado a los ahorradores que apartan recursos para el retiro [...].

El Sr. Schäuble también echó parte de la culpa por el auge de la alternativa populista en Alemania a las puertas del BCE [...].

‘Le dije a Mario Draghi que podía sentirse muy orgulloso pues puede atribuir 50% de los resultados de un partido que parece ser novedoso y exitoso

can always come up with a hundred explanations for policy mistakes. However, in the back of our mind, we want to think hard: Does it matter if the government or other officials constantly pressure the central bank in this particular dimension? Does it matter that central bankers, although they may be independent, are human? Do we expect absolutely no influence under any circumstance in these conditions? That may be difficult. Let me give you another more recent example. Of course, most of you are aware of the last debates on ECB monetary policy.

But I thought I would remind you of one episode from 2016 when the *Wall Street Journal* published a very interesting article about the speech that the Finance Minister of the largest member state of the euro area had made the day before, and it was interesting that the speech was not supposed to be published in the press, but here it was.

“The ECB’s actions have faced growing criticism in Germany, where the economy and labor market are in robust health, but ultralow rates have hurt savers setting money aside for retirement [...].

Mr. Schäuble also laid part of the blame for the rise of the populist Alternative for Germany at the ECB’s door [...].

‘I said to Mario Draghi...be very proud: you can attribute 50% of the results of a party that seems to be new and successful in Germany to the design of this [monetary] policy.’ Mr. Schäuble said.” (Wall Street Journal, 9 April 2016).

The speech shows the finance minister of the largest, most influential member state in the euro area, blaming the central bank and its monetary policy for the political difficulties of the government and the rise of a populist party.

What was happening here? Let me give you a little bit of background. We all know from the title of the slides ‘lowflation’ that the ECB was not really pursuing a sufficiently accommodative policy at the time. The background to this particular criticism was that in March of 2016 the ECB took the courageous step of actually doing some meaningful quantitative easing and announcing that they would maintain a high pace of quantitative easing until inflation rose close to 2% in line with their objective.

en Alemania al diseño de su política [monetaria], declaró el Sr. Schäuble". (Wall Street Journal, 9 de abril de 2016).

El discurso muestra al ministro de Hacienda del mayor y más influyente Estado miembro de la zona del euro, culpando al Banco Central y a su política monetaria de las dificultades políticas del Gobierno y del ascenso de un partido populista.

¿Qué estaba pasando? Permítanme recordarles un poco los antecedentes. Todos sabemos, con base en el título "baja inflación" de las diapositivas, que el BCE en realidad no estaba instrumentando una política monetaria lo bastante acomodaticia en aquel entonces. El trasfondo de esta crítica en particular fue que en marzo de 2016 el BCE dio el valiente paso de aplicar realmente una significativa expansión cuantitativa y anunciar que la mantendría a un alto ritmo hasta que la inflación se incrementara a cerca de 2%, en línea con su objetivo.

Pero poco después de que se publicaran estas observaciones en aquel entonces, y quién sabe cuántas otras innumerables intervenciones que la prensa no publicó, ya que la mayoría de las intervenciones no se publican —el BCE en realidad revirtió esta decisión, detuvo la expansión cuantitativa por completo y permitió que la inflación se mantuviera muy por debajo de su objetivo.

Así es como surgió esta situación. ¿Importa quién influye en el banco central? ¿Es importante para los resultados? ¿Por qué importa en este caso cuál ministro de finanzas estaba haciendo este comentario, con base en lo que sabemos sobre la zona del euro?

En realidad, solo podemos comparar los datos. Desafortunadamente, la zona del euro no es una economía homogénea. Es una economía que abarca varios Estados miembros. Varios Estados miembros tienen intereses encontrados hasta el punto de que cualquiera de ellos puede llegar a ejercer influencia en el BCE y realmente conducir la política hacia algo que sería mejor para su propia economía en comparación con otras economías. Si usted vive en Fráncfort, ¿tiene un objetivo diferente cuando formula políticas para el BCE que si viviera en otro lugar?

Solo estoy mostrando cuál es la inflación aquí y no estoy hablando de ninguna otra cosa (Gráficas 1 y 2).

But shortly after these remarks were published at the time, and who knows, countless other interventions that were not reported by the press—as most interventions are not reported in the press—the ECB actually reversed this decision, stopped it completely, and allowed inflation to stay much below its objective.

So, this is how the situation arose. Does it matter who influences the central bank? Does it matter for the outcomes? Why does it matter in this case which finance minister was making this remark, given what we know about the euro area?

We can actually just compare the data. Unfortunately, the euro area is not a homogeneous economy. It is an economy that comprises various member states. Various member states have conflicting interests to the extent that any of them may manage to exert influence on the ECB and actually guide policy to something that would be better for their own economy as opposed to other economies. If you are in Frankfurt, do you have a different objective to do policy for the ECB than somewhere else?

I am just showing the inflation over here, I am not going to show anything else (Figures 1 and 2).

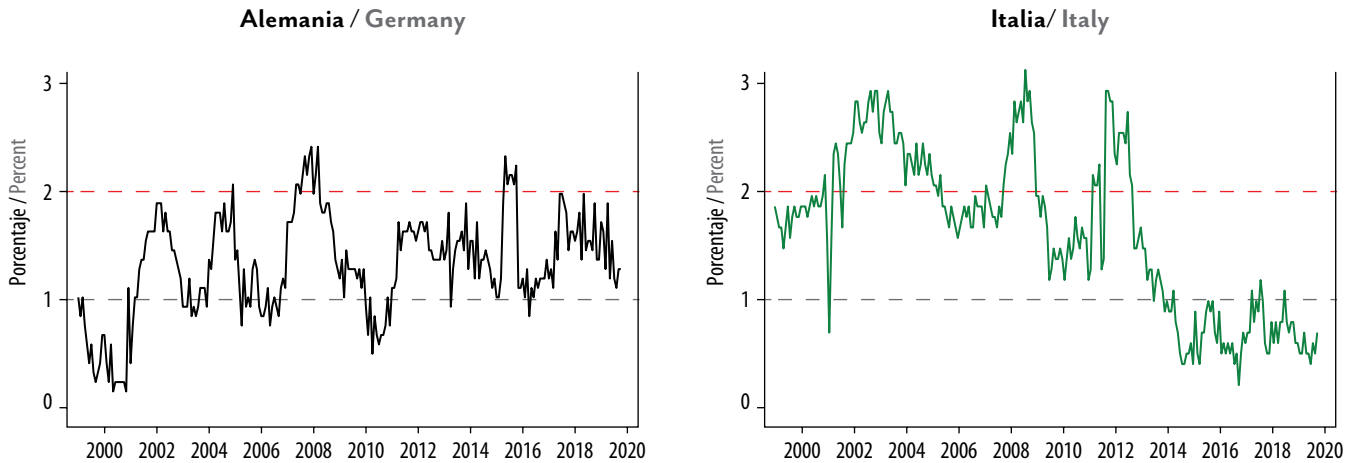
If you have an influence like that, which happens to be successful, you end up with a central bank that fails to meet its primary mandate. Again, I highlight here the case of the ECB: the most independent central bank ever created. My point is that even though we have created in Europe such an incredibly independent central bank that is supposed to be working technocratically, whose primary mandate is to deliver price stability in the euro area as a whole, it is not delivering it.

Again, the question is: Why? What is happening? What are the pressures in the background? What may be missing from this? And, by the way, I know this is a standard question in macroeconomics, but why am I looking at just inflation? We know that there are long and very variable lags in monetary policy, so we should be forward-looking.

The ECB has actually managed to unanchor inflation expectations. This is shown through the survey of professional forecasters; specifically, the aggregate responses of 5-year-ahead survey forecasts (Figure 3). By systematically running

Gráfica 1. Evaluación de las políticas del BCE: Inflación subyacente en Alemania e Italia

Figure 1. Evaluating ECB policy: Core inflation in Germany vs Italy



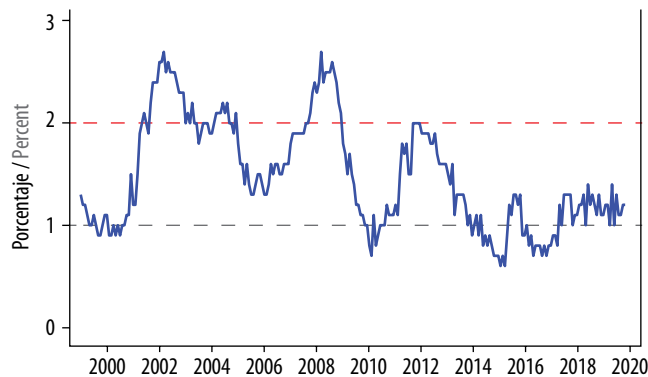
Si tienes una influencia como esa, que resulta ser exitosa, tendrás un banco central que no cumple su mandato principal. De nuevo, vuelvo a resaltar el caso del BCE: el Banco Central más independiente jamás creado. Mi punto es que, aunque en Europa hemos creado un Banco Central notablemente autónomo, que se supone trabaja tecnocráticamente, cuyo mandato principal es proporcionar estabilidad de precios en la zona del euro en su conjunto, en realidad no lo está proporcionando.

an overly tight monetary policy pursuing low inflation, the ECB has actually managed to unanchor inflation expectations.

I want to take this opportunity to respond to one of Daniel's questions. This is one of the consequences of not doing your job right. Why do we want to have an independent central bank? We want to have an independent central bank that will not be influenced by any government. If it is influenced by some governments, then, of course, it is going to fail in

Gráfica 2. Evaluación de las políticas del BCE: Inflación subyacente en la zona del euro

Figure 2. Evaluating ECB policy: Core inflation in euro area



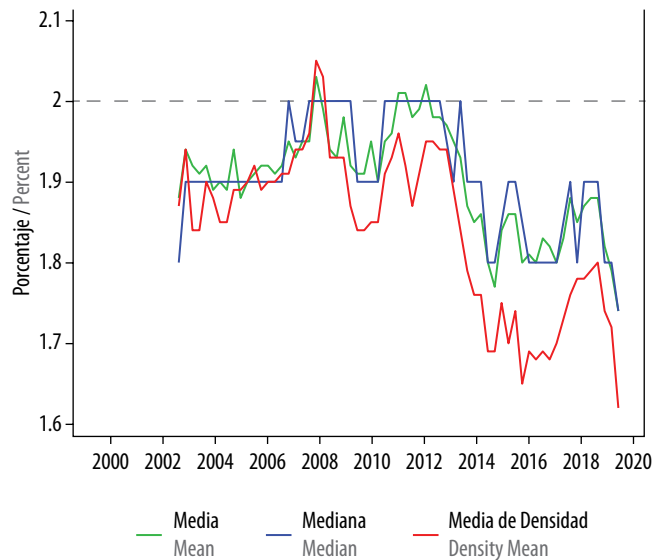
De nuevo, la pregunta es: ¿por qué? ¿Qué está pasando? ¿Cuáles son las presiones de fondo? ¿Qué se puede estar pasando por alto? Por cierto, sé que es una pregunta convencional de macroeconomía, pero ¿por qué estoy considerando solo la inflación? Sabemos que la política monetaria opera con rezagos largos y muy variables, así que deberíamos ser prospectivos.

El BCE ha desanclado las expectativas de inflación. Esto se evidencia con la encuesta entre analistas profesionales; específicamente, en las respuestas de los pronósticos para los siguientes 5 años (Gráfica 3). Al ejecutar sistemáticamente una política monetaria demasiado restrictiva, orientada a garantizar una inflación baja, el BCE en realidad ha logrado desanclar las expectativas de inflación.

the pursuit of monetary policy, it will unanchor inflation expectations, and it will end up having far worse economic outcomes for the economy.

So, to recover a couple of lessons from this “building of central bank independence”: statutory independence is not enough to assure a good policy. In the absence of some additional clarity that constrains the people who are running central banks, statutory independence does not really deliver good outcomes automatically. As was pointed out repeatedly this morning—and Jacob actually made the point by highlighting this when he mentioned it very eloquently—if the administration appoints friends, hoping that policy is going to be good, then that is not going to happen.

Gráfica 3. Evaluación de las políticas del BCE: Expectativas de inflación a largo plazo
Figure 3. Evaluating ECB policy: Long term inflation expectations



Quiero aprovechar esta oportunidad para responder a una de las preguntas que hizo Daniel, aquella sobre las consecuencias de no hacer bien nuestro trabajo. ¿Por qué queremos tener un banco central autónomo? Queremos tener un banco central autónomo que no esté sometido a la influencia del Gobierno. Si el Gobierno lo influye, entonces, por supuesto, fracasará en la consecución de su objetivo de política monetaria, desanclará las expectativas de inflación y terminará teniendo resultados económicos incluso peores para la economía.

Así que para recuperar un par de lecciones sobre *la construcción de la autonomía del banco central*: la autonomía estatutaria no es suficiente para asegurar una buena política. En ausencia de cierta claridad adicional que limite a los funcionarios que encabezan los bancos centrales, la autonomía estatutaria no produce buenos resultados automáticamente. Como se ha señalado varias veces esta mañana —y Jacob se encargó de enfatizarlo cuando lo dije de forma muy elocuente—, si la administración designa como funcionarios a sus amigos y espera que implementen buenas políticas, eso no sucederá.

Estos son temas muy complejos. Se supone que contamos con verdaderos tecnócratas que saben lo que están haciendo y son fieles a la misión del banco central. Así que tener únicamente autonomía estatutaria no es suficiente si en la práctica se puede cooptar la autonomía del banco central a través del proceso de nombramiento y, en última instancia, cooptar a los funcionarios encargados de decidir sobre los asuntos del banco central.

Por lo tanto, otra pregunta es: ¿podríamos concebir que la política se restrinja aún más para ayudar a que los bancos centrales autónomos obtengan buenos resultados? Una cosa que voy a señalar es que los ejemplos que proporcioné en relación con la Reserva Federal y el BCE, dos bancos centrales autónomos que, en ese entonces —junto con los errores que describí en detalle— carecían de una definición numérica clara sobre la estabilidad de precios. Si se carece de un objetivo claramente definido, siempre puedes decir: “Tal vez podamos dejar que la inflación suba un poco más, y eso está bien, es suficientemente bueno”. Esto es lo que le sucedió a la Reserva Federal a finales de los años sesenta, situación que empeoró mucho en los setenta. En el caso del BCE, sus funcionarios pensaron: “Tal vez podamos dejar que la inflación baje un poco, no es gran cosa ya que no

These are complicated issues. You are supposed to have true technocrats who know what they are doing and who are faithful to the mission of the central bank. So, having statutory independence is not enough if you can co-opt the central bank’s independence in practice through the appointment process, and ultimately co-opting the people who are running the issues.

So, another question is, could we envision constraining policy further to help independent central banks deliver good outcomes? One thing I will point out is that the examples I brought out regarding the Fed and the ECB, two independent central banks that at the time, —along with the mistakes that I described with care— did not have a clear numerical definition of price stability. If you do not have a clearly defined goal, you can always say, “Well, maybe we can let inflation rise a little bit higher, and that is fine, that is good enough.” This is what happened with the Fed in the late sixties, which got much worse in the seventies, or in the case of the ECB, they said, “Well, maybe we can let inflation lower a little bit, it is not a big deal since it is not clear exactly what our goal is, so, maybe zero is the new 2%, who knows about these things?”

One of the things we need to think about is how to constrain central banks to protect against policy mistakes once we grant them independence, effectively, to limit the harmful application of discretionary authority. When we create independent institutions, as we do when we create independent central banks, we are delegating very powerful discretionary authority to these institutions. We want to make sure that this is used correctly, and we want to help the central banks do this as best as possible.

I want to highlight just a few elements of best practices. These are not complicated and many central banks are actually following these prescriptions. Beyond the statutory independence of the central bank, I think it is very important to have a clear numerical definition of price stability, a symmetric inflation target. This can actually help the central bank be honest about what it is doing, and effectively avoid the backsliding of “Well, if we let inflation go a little bit higher, who is going to notice, there is still price stability. If we let it go lower, who is going to notice, there is still price stability”.

está claro cuál es nuestro objetivo, así que, tal vez el cero es el nuevo 2%; ¿quién sabe de estas cosas?”

Una de las cosas en las que tenemos que pensar es cómo limitar a los bancos centrales para que protejan a la economía de los errores de política una vez que se les otorga la autonomía, efectivamente, para limitar la aplicación perjudicial de la autoridad discrecional. Cuando se crean instituciones autónomas, al igual que cuando se crean bancos centrales autónomos, se está delegando una autoridad discrecional muy poderosa a dichas instituciones. Hay que asegurarnos que dicha autoridad se utilice correctamente, y queremos ayudar a los bancos centrales a hacer esto lo mejor posible.

En este sentido, quiero enfatizar solo algunos elementos de las mejores prácticas. No son complicados y muchos bancos centrales están incluso siguiendo dichas fórmulas. Más allá de la autonomía estatutaria del banco central, creo que es muy importante contar con una definición numérica clara de estabilidad de precios, un objetivo de inflación simétrico. Esto puede incluso ayudar al banco central a ser honesto sobre lo que está haciendo y efectivamente evitar reincidir en la idea de “bueno, si permitimos que la inflación aumente un poco, ¿quién lo notará si todavía hay estabilidad de precios? Si dejamos que baje un poco, ¿quién lo notará si se mantiene la estabilidad de precios?”.

Si quieres ser honesto, buscarás limitarte de alguna manera. Como Jacob mencionó previamente, no hay ejemplos de bancos centrales que hayan lamentado haber adoptado el régimen de objetivos de inflación. Creo que el surgimiento del régimen de objetivos de inflación ha sido uno de los avances más importantes en el diseño de la política monetaria, y ha coadyuvado en gran medida a defender a los bancos centrales de la interferencia política y a protegerlos contra algunos de los errores a los que puede conducir una autoridad discrecional excesiva.

Hay otros elementos que igualmente quisiera enfatizar. Por ejemplo, una estrategia de política transparente: un banco central que explique cuál es la respuesta sistemática de la política monetaria a un choque y cómo guiará a la inflación para que converja al objetivo dentro del horizonte de pronóstico de la política monetaria. Nadie espera que un banco central, ni siquiera aquel con la mejor política monetaria, controle la estabilidad de precios trimestre a trimestre. No obstante, sí definirá la política monetaria que haría que la

If you want to be honest, you constrain yourself in some ways. As Jacob mentioned before, there are no examples of central banks that have adopted inflation targeting that have regretted it. I believe the advent of inflation targeting has been one of the most important advances in the design of monetary policy, and it has helped a lot in defending central banks from political interference and protecting them against some of the mistakes that excessive discretionary authority can lead to.

There are some other elements I want to highlight. For example, a transparent policy strategy: a central bank that explains what the systematic policy response to shocks is and how it will guide inflation back to target in the policy forecast horizon. Nobody expects any central bank, even with the best monetary policy, to control price stability quarter by quarter. Still, it will define the monetary policy that should be able to return inflation to target within the policy horizon, usually within a couple of years may be efficient if the policy is systematically done quite well. We also want to have clear communication, including the central bank’s analysis of what the outlook for inflation is, what the risks to the outlook are, and explanations of past forecast errors.

This transparency helps the central bank by actually providing accountability that further protects from criticism. And one thing I want you to see is that all of these elements of best practices are actually being implemented by a number of inflation-targeting central banks, including, importantly, the one we are celebrating today.

I see that the independence of the central bank in Mexico, and the way monetary policy has evolved over the past 25 years, are really a great achievement for the country. It is a demonstration of the achievement of best policy practices.

I also have to note that political authorities in Mexico—including the ministers, who sometimes come to do fantastically good things—deserve credit for espousing the long-term benefits of an independent central bank over the past quarter-century. It is very important to keep that in mind.

And, on the other side, noting that since Banco de México was granted its independence a quarter-century ago, its monetary policy has moved to the frontier of best practices.



Athanasios Orphanides

inflación converja a su objetivo dentro del horizonte en el que opera la política monetaria, normalmente, un par de años podría ser eficiente si la política monetaria se conduce sistemáticamente bien. También es deseable tener una comunicación clara que incluya análisis por parte del banco central sobre cuáles son las perspectivas de inflación, cuáles son los riesgos para dichas perspectivas y explicaciones sobre los errores de pronósticos anteriores.

Esta transparencia ayuda al banco central al proporcionar una rendición de cuentas que lo protege aún más de las críticas. Además, algo que quiero que observen es que varios bancos centrales con régimen de objetivos de inflación, incluyendo especialmente al que estamos celebrando hoy, están implementando todos estos elementos de mejores prácticas.

La autonomía del Banco de México y la forma en que la política monetaria ha evolucionado en los últimos 25 años son, en verdad, un gran logro para el país. Es una demostración de lo que se puede lograr cuando se utilizan las mejores prácticas de política.

Añado además que las autoridades políticas en México —y esto incluye a los secretarios, que a veces llegan a hacer cosas notablemente buenas— merecen crédito por haber adoptado los beneficios a largo plazo de un Banco Central autónomo durante los pasados veinticinco años. Es muy importante tener esto en mente.

Por otra parte, notemos que, desde que el Banco de México obtuvo su autonomía hace veinticinco años, su política monetaria se ha trasladado a la frontera de las mejores prácticas. Este tipo de cosas no suceden de forma automática. Fue un proceso muy cuidadoso y gradual.

Con la adopción de un objetivo de inflación numérico, una estrategia de políticas transparentes—incluso el año pasado observamos una mejora importante en la transparencia— y una comunicación clara, el Banco de México ha preservado la estabilidad monetaria en México. Ya se dijo esta mañana que este es un logro fantástico, el periodo más largo de dicha estabilidad en la historia del México independiente.

Esto es importante porque es una precondition para lograr el crecimiento y la prosperidad. Pero, por supuesto, es sólo una condición previa, más no suficiente. Y aquí retomo la observación de Jacob, recordando que debemos ser cuidadosos de no prometer demasiado. Prometer demasiado es una trampa

These things do not happen automatically. It was a thoughtful and gradual process.

With the adoption of a numerical inflation target, transparent policies strategy—even last year when we saw quite a bit of an enhancement of transparency—and clear communication, the central bank has maintained monetary stability in Mexico. As has been already stated this morning, it is a fantastic achievement, the longest period of such stability in the history of the country's independence.

This is important because it is a precondition for growth and prosperity. But, of course, it is just a precondition, but not a sufficient one. And here again, I will go back to Jacob's remark, recalling that we have to be careful not to over-promise. A trap that some independent central banks may fall into is promising too much, maybe inadvertently, maybe because they are the only game in town, because nobody else is acting, but that is a trap that I agree with Jacob, should be avoided. Maintaining monetary stability is a precondition for growth and prosperity, but we actually need best practices to be adopted in other policy areas, and I want to encourage the political authorities to adopt them.

Banco de México's authorities have already shown us that they have been willing to adopt and support the best practices concerning monetary policy. I think this is fantastic, and we can all hope and encourage the adoption of best practices in all of the other policy areas for enhancing welfare for all Mexicans. So, I am going to close simply by noting that it is obvious that the country and the central bank deserve congratulations for a quarter-century of monetary stability.

en la que algunos bancos centrales autónomos pueden caer, tal vez sin querer, tal vez porque son la única alternativa en el país porque nadie más está actuando. Pero concuerdo con Jacob en que esa trampa debe evitarse. Preservar la estabilidad monetaria es una precondition para el crecimiento y la prosperidad, pero en realidad necesitamos adoptar las mejores prácticas en otras esferas de la política y quisiera alentar a las autoridades políticas a que lo hagan.

Las autoridades del Banco de México ya nos han demostrado que han estado dispuestos a adoptar y apoyar las mejores prácticas en materia de política monetaria. Creo que esto es fantástico y todos podemos esperar y alentar la adopción de las mejores prácticas en todas las demás áreas de política para incrementar el bienestar de todos los mexicanos. Voy a terminar mi participación simplemente señalando que es evidente que México y el Banco de México merecen nuestras felicitaciones por veinticinco años de estabilidad monetaria.

BARRY

EICHENGREEN

PROFESOR GEORGE C.

PARDEE Y HELEN N. PARDEE

DE ECONOMÍA Y CIENCIAS

POLÍTICAS, UNIVERSITY OF

CALIFORNIA, BERKELEY

PANEL ACADÉMICO

Permítanme sumarme a todos los que ya han felicitado al Banco de México por sus 25 años de autonomía. Creo que este evento es un testimonio de su fortaleza institucional. Recuerdo el contraste con el centenario de la Reserva Federal, en 2013, cuando según instrucciones que aparentemente provenían de alto nivel, no se debían realizar celebraciones como esta porque eso solo llamaría la atención y se utilizaría en contra del Banco Central. Creo entonces que el hecho de que el Banco de México se sienta cómodo con la celebración de este evento dice mucho sobre la aceptación social de su autonomía.

Es una ocasión para celebrar. También es una ocasión algo agri dulce dado que la autonomía de los bancos centrales está siendo amenazada en varios países. Hemos escuchado sobre los *tweets* de Donald Trump en contra de la Reserva Federal. Hemos escuchado sobre Jeremy Corbyn en el Reino Unido, aunque, en general, el Banco de Inglaterra ha estado sufriendo las críticas de políticos británicos desde hace ya un par de años por advertir sobre los riesgos del Brexit. Los bancos centrales de Turquía y Argentina han sido criticados por los líderes de sus países y han atestiguado cómo sus gobernadores y miembros de sus juntas directivas han sido reemplazados.

Parafraseando a Churchill sobre la democracia, mi punto de vista es que la autonomía del banco central es el peor

BARRY

EICHENGREEN

GEORGE C. PARDEE AND

HELEN N. PARDEE PROFESSOR

OF ECONOMICS AND POLITICAL

SCIENCE, UNIVERSITY OF

CALIFORNIA, BERKELEY

ACADEMIC PANEL

Let me add my voice to all of those who have already congratulated Banco de México for 25 years of independence. I think this very event testifies the strength of the institution. I am reminded of the contrast with the Federal Reserve's Centennial, in 2013, when instructions came down from high levels, apparently, not to hold celebrations like this one because that would only draw attention to and fire toward the central bank. So, I think that the fact that Banco de México feels comfortable about holding this event says a lot about the social acceptance of that independence.

It is an occasion to celebrate. It is also something of a bitersweet occasion given how central bank independence is under threat in a number of countries. We have heard about Donald Trump's tweets about the Fed. We have heard about Jeremy Corbyn in the United Kingdom, but more generally, the Bank of England has now been criticized by British politicians for a couple of years for warning about the risks of Brexit. The central banks of Turkey and Argentina have been criticized by their countries' leaders and seen their presidents and board members replaced.

My view, to paraphrase Churchill on democracy, is that central bank independence is the worst possible arrangement, except for all the others. We do have plenty of historical experiences with politically dependent, fiscally subordinated



Barry Eichengreen

arreglo posible, excepto entre todas los demás. Hay muchas experiencias históricas sobre bancos centrales políticamente dependientes y fiscalmente subordinados. Estos episodios no han tenido un final feliz. ¿Por qué hoy se está atacando la autonomía de la banca central?

Estoy de acuerdo con la lista de respuestas a esa pregunta que se han presentado en el transcurso de la mañana. Estos ataques son en parte una manifestación específica de la reacción populista más general contra las élites, los tecnócratas o expertos. El gobernador Díaz de León, preocupado por las consecuencias distributivas de las políticas adoptadas a raíz de la crisis financiera mundial, se refirió a ello a primera hora de la mañana, cuando dijo que en Estados Unidos y otros países existe la percepción de que los bancos centrales rescataron a *Wall Street* pero no a las pequeñas y medianas empresas.

Existe la percepción de que, al adoptar políticas no convencionales, los bancos centrales se excedieron en sus mandatos. Retomaré más adelante las implicaciones que esto conlleva. De hecho, creo que la condición normal en Estados Unidos y muchos otros países es en general más una autonomía tenue, en oposición a una autonomía firme.

Recientemente he leído un par de libros muy buenos sobre la Reserva Federal y los políticos—uno de Peter Conti-Brown y el otro de Sarah Binder y Mark Spindel— que documentan esta idea para los Estados Unidos, y yo argumentaría que su conclusión es más general. Los políticos pueden entender que la política monetaria es una cuestión técnica y, por lo tanto, que es mejor delegarla a los expertos. Sin embargo, esos mismos políticos por lo general se molestan cuando las decisiones de esos expertos tienen consecuencias políticas inconvenientes. Los políticos entienden que es mejor delegar la política monetaria a funcionarios autónomos que estén en condiciones de adoptar una perspectiva a largo plazo, pero eso no les impide intentar influir en el proceso para lograr objetivos a corto plazo con fines políticos, en especial durante el periodo previo a las elecciones. Stanley Fischer nos recordó el caso específico de Paul Volcker y Jim Baker.

No tengo una solución mágica para este problema. Lo único que los banqueros centrales pueden hacer ante dichas presiones es, como acabamos de escuchar, basarse en la transparencia y la comunicación para explicar, tanto a los políticos como al público general, cómo su política

central banks, and these episodes have not turned out happily. Why do we have these attacks on central bank independence now?

I agree with the list of answers to that question that has been developed over the course of the morning. These attacks are in part a specific manifestation of the more general populist backlash against the leads, technocrats, or experts. Governor Díaz de León, concerned about the distributional consequences of the policies adopted in the wake of the global financial crisis, referred to this earlier in the morning, when he said that there is in the United States and other countries the perception that central banks bailed out Wall Street but not Main Street.

There is the perception that in adopting unconventional policies, central banks exceeded their mandates, and I will return to the implications of that in a couple of minutes. In fact, I think the normal condition in the United States and in many other countries is, more generally, tenuous independence, as opposed to firm independence.

So, we have recently seen a pair of very good books on the Federal Reserve and on politicians—one by Peter Conti-Brown, the other one by Sarah Binder and Mark Spindel—both documenting this point for the United States, and I would argue that their conclusion is more general. Politicians may understand that monetary policy is technical and, therefore, best delegated to experts; however, those politicians regularly grow irritable when the decisions of those experts have inconvenient political implications. Politicians understand how monetary policy is best delegated to independent decision-makers in a position to adopt a long-term perspective. However, this does not prevent them from attempting to influence the process to achieve short-term policy goals with political ends, especially in the run-up to elections. Stan Fisher reminded us of the specific case of Paul Volcker and Jim Baker.

I have no magic solution to this problem. All central bankers can do given these pressures is, as we have just heard, to rely on transparency and communication to explain to both politicians and the public whether and how their policy is conventional or unconventional, and how it is related to their mandates. Transparency and communication are mechanisms for enhancing accountability, and

monetaria, ya sea convencional o no convencional, se relaciona con sus mandatos. La transparencia y la comunicación son mecanismos para mejorar la rendición de cuentas y la rendición de cuentas es lo que hace que la autonomía del banco central sea políticamente sostenible.

Los bancos centrales han avanzado considerablemente hacia una mayor transparencia. La gráfica que a continuación presento se basa en un trabajo que he estado haciendo junto con Nergiz Dincer y Petra Geraats, en el que analizamos la transparencia de las políticas monetarias y la cuantificamos para un grupo de bancos centrales (Gráfica 4). En 1998, y nuevamente en 2015, se puede ver cómo casi todo el mundo se encuentra en el área arriba de la línea diagonal que indica los movimientos en dirección hacia una mayor transparencia.

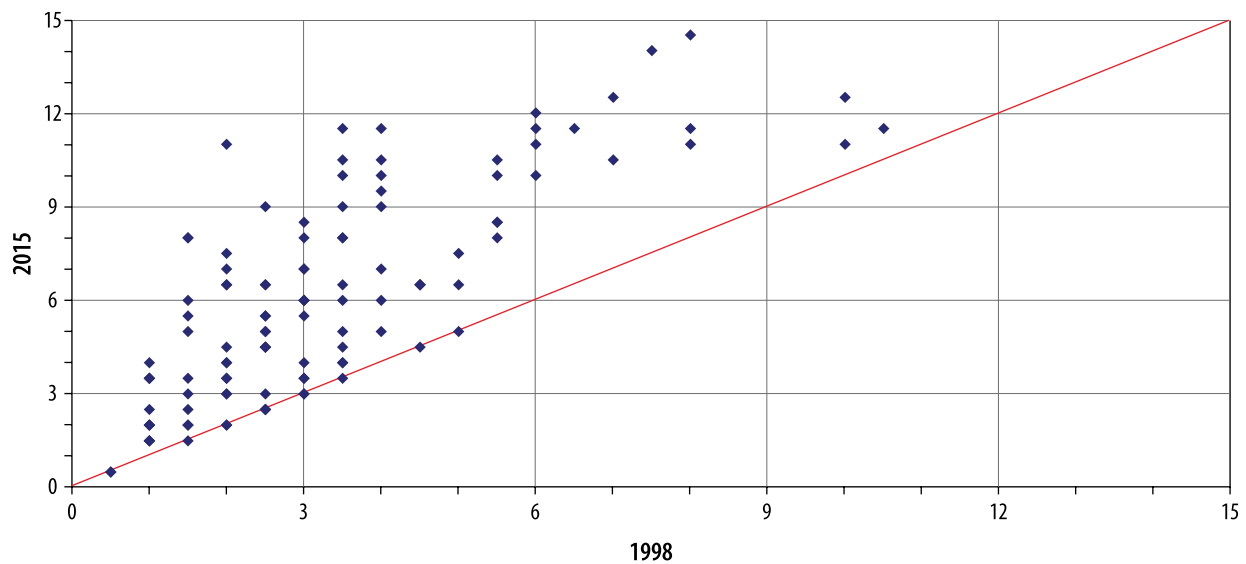
accountability is what makes central bank independence politically tenable.

Central banks have been moving a considerable distance in the direction of greater transparency. The following figure draws from some work that I have been doing together with Nergiz Dincer and Petra Geraats, where we look at monetary policy transparency, which we quantified for a host of central banks (Figure 4). In 1998 and again in 2015, you can see how almost everyone is above the diagonal line indicating movements in the direction of greater transparency.

There are those, of course, who argue that central banks' efforts to become more transparent have gone too far. Those efforts cause markets to overreact to central bankers'

Gráfica 4. Comparación de transparencia de la política monetaria entre 1998 y 2015

Figure 4. Comparison of Monetary Policy Transparency in 1998 and 2015



Fuente: Eichengreen, Dincer y Geraats. 2019. *Transparency of Monetary Policy in Post Crisis World*, en David Mayes, Pierre Siklos y Jan-Egbert Sturm (ed.), *The Oxford Handbook of the Economics of Central Banking*.

Source: Eichengreen, Dincer and Geraats. 2019. *Transparency of Monetary Policy in Post Crisis World*, in David Mayes, Pierre Siklos and Jan-Egbert Sturm eds, *The Oxford Handbook of the Economics of Central Banking*.

Hay quienes sostienen que, en su esfuerzo por ser más transparentes, los bancos centrales han ido demasiado lejos. Esos esfuerzos hacen que los mercados reaccionen de forma exagerada a las declaraciones y acciones de los banqueros centrales. De hecho, dificultan que los bancos centrales cambien de rumbo sin dañar su credibilidad, incluso cuando las circunstancias cambian. Rick Michigan, exmiembro de la Junta de la Reserva Federal, ha sostenido que un exceso de información puede complicar el proceso de comunicación al punto de debilitar el apoyo a un banco central enfocado en objetivos de largo plazo.

Esa crítica no me convence. Mi propio trabajo con Dincer no demuestra ninguna evidencia de que haya retornos decrecientes en términos de la capacidad de los bancos centrales para alcanzar sus objetivos de inflación. Con base en el aumento progresivo de la transparencia que hemos atestiguado hoy, estoy convencido de que los bancos centrales que se mueven hacia una menor transparencia aumentarían aún más las amenazas existentes contra la autonomía de sus instituciones.

También se argumenta que los bancos centrales deberían abstenerse de aplicar políticas no convencionales a fin de no provocar a sus críticos y así preservar su autonomía. Este es un argumento que, hasta donde sé, ha sido expuesto de la manera más explícita por Charles Plosser, expresidente del Banco de la Reserva Federal de Filadelfia.

Su lógica es la siguiente: los bancos centrales que recurran a políticas no convencionales durante la próxima recesión provocarán protestas de los críticos de anteriores expansiones cuantitativas y de los pasados detractores de los programas de compra de activos —que advirtieron que los bancos centrales estaban excediendo sus mandatos al comprar, por ejemplo, valores respaldados por hipotecas en bonos corporativos. De acuerdo con estos críticos, dichos bancos centrales estaban distorsionando los mercados financieros. Al realizar operaciones para ampliar los plazos de vencimiento, estaban afectando el contenido informativo de la curva de rendimiento; al ampliar su balance, estaban exponiendo a sus instituciones al riesgo de pérdidas de capital. Por consiguiente, los políticos que no estaban de acuerdo se preguntaban si se podía confiar a los bancos centrales la realización de esta gama cada vez más amplia de transacciones y funciones sin una supervisión más estricta por parte

words and deeds. Indeed, they make it difficult for central banks to change course without damaging their credibility, even when circumstances change. Rick Michigan, formerly a member of the Federal Reserve Board, has argued that too much information can complicate the communication process as to weaken support for a central bank focused on long-run objectives.

I am not convinced by that critique. My own work with Dincer turns up no evidence that there are diminishing returns in terms of the ability of central banks to achieve their inflation targets. From the progressive increases in transparency that we have seen today, I am convinced that central bankers moving in the direction of less transparency would raise further the existing threats to the independence of their institutions.

It is also argued that central banks should refrain from engaging in unconventional policies to avoid inciting their critics in order to preserve their independence. This is an argument that, to my knowledge, has been made most explicitly by Charles Plosser, former president of the Federal Reserve Bank of Philadelphia.

His logic goes like this: central banks that resort to unconventional policies in the next recession will provoke protests from the critics of previous QEs and earlier asset purchase programs detractors —who warned that central banks were exceeding their mandates by purchasing, say, mortgage-backed securities in corporate bonds. According to these critics, those central banks were distorting financial markets. By engaging in maturity extension operations, they were damaging the information content of the yield curve; by expanding their balance sheets, they were exposing their institutions to the risk of capital losses. Disapproving politicians, therefore, questioned whether central bankers could be entrusted to carry out this expanding range of transactions and functions without adult supervision by the public's designated representatives, namely those same politicians. It followed, as sure as night follows day, that central bank independence came under increasingly hostile political attack.

The lesson drawn by those who set rates in the context of central bank independence is that QE should have been avoided last time and is best avoided in the future since it opens the door to political interference with the conduct

de los representantes designados por el público, principalmente, los políticos mismos. Con la seguridad de que la noche sigue al día, la autonomía de los bancos centrales sin duda fue objeto de un ataque político cada vez más hostil.

La lección extraída por quienes determinan las tasas de interés en el contexto de autonomía de los bancos centrales es que la expansión cuantitativa debió haberse evitado la última vez y es mejor evitarla en el futuro puesto que abre la puerta a la interferencia política en la conducción de la política monetaria. Para ser claros, no estoy de acuerdo con esa conclusión y creo que estos observadores críticos deben considerar la alternativa.

Si los bancos centrales de los países avanzados no hubiesen recurrido a la expansión cuantitativa durante y después de la crisis financiera mundial, podría haber sucedido un proceso de deflación. Sin el apoyo de los bancos centrales, la recesión posterior a la crisis habría sido incluso peor. ¿Qué habrían dicho entonces los críticos de los bancos centrales y su autonomía? Creo que es poco probable que la autonomía de los bancos centrales hubiera sobrevivido a la acusación aún más condenatoria que se justificaba en caso de que los responsables de la política monetaria se hubieran quedado dormidos cuando ocurrió el cambio.

Relacionado a esto está la pregunta de si un banco central debe incursionar en otras áreas, como el cambio climático y cómo hacerlo sin poner en riesgo su autonomía. Varios bancos centrales están reorientándose en esta dirección. La primavera pasada, los gobernadores del Banco de Inglaterra y del Banco de Francia emitieron una declaración conjunta advirtiendo sobre los riesgos del cambio climático. Su declaración acompañó al primer informe completo de lo que se llama la Red para Enverdecer el Sistema Financiero (NGFS, por sus siglas en inglés), que cuenta con 27 bancos centrales entre sus miembros, junto con un puñado de otros supervisores financieros.

No sé si el Banco de México se ha comprometido en la lucha contra los riesgos del cambio climático. Sé que es miembro de dicha red. El problema es que las acciones para abordar el cambio climático son aptas para alcanzar logros distributivos significativos, por lo que también se corre el riesgo de provocar una reacción política. Solo hay que pensar en los chalecos amarillos en Francia: presumiblemente, la próxima vez que se molesten por el aumento en los precios de la gasolina, no

of monetary policy. To be clear, I disagree with that conclusion, I think these critical observers need to consider the alternative.

Had advanced countries' central banks not turned to QE during and after the global financial crisis, deflation might have set in. Absent support from central banks, the post-crisis recession would have been worse. What would the critics have said about central banks and their independence then? It seems to me unlikely that central bank independence would have survived the even more damning accusation justified in the event that monetary policy makers were asleep with the switch.

Related to this is the question of whether and how a central bank should stray into other areas, such as climate change, and whether they can do so without jeopardizing their independence. A number of central banks are now moving into this area. Last spring, the governors of the Bank of England and Bank of France issued a joint statement warning of the risks of climate change. Their statement accompanied the first comprehensive report of what is called the Network for Greening the Financial System (NGFS), which has among its members 27 central banks together with a handful of other financial supervisors.

I do not know whether Banco de México has committed to fighting the risks of climate change. I do know that it is a member of the NGFS. The problem is that actions to address climate change are apt to have prominent distributional aspects, so they too risk provoking political backlash. You only have to think about the yellow vests in France: presumably, the next time they are angered by higher petrol prices, they will march not on the Elysée Palace, but on the Bank of France and, in response, their elected representatives may then insist on strengthening political control of the central bank. So, before straining to this territory, central banks need to explain clearly why doing so is consistent with their mandate.

I think the case starts with the observation that climate change can be a source of macroeconomic shocks that directly affect the inflation that is fundamental to central banks' mandate. More frequent cyclones and hurricanes that take agricultural land out of production or destroy coastal property are the equivalent of an increased incidence of negative supply shocks. Less supply means more

marcharán hacia el Palacio del Elíseo, sino hacia el Banco de Francia y, en respuesta, sus representantes electos podrán entonces insistir en el fortalecimiento del control político del Banco Central. Así que, antes de incursionar en este territorio, los bancos centrales deben explicar con claridad porqué hacerlo es consistente con su mandato.

Creo que el argumento comienza con la observación de que el cambio climático puede ser una fuente de perturbaciones macroeconómicas que afectan directamente a la inflación, la cual es fundamental para el mandato de los bancos centrales. La mayor frecuencia de ciclones y huracanes que arrasan con la producción de las tierras agrícolas o destruyen las propiedades costeras equivale a una mayor incidencia de choques de oferta negativos. Menor oferta significa mayor inflación, *ceteris paribus*. Un banco central que se ve obligado a alcanzar un objetivo de inflación puede tener que aumentar las tasas de interés para evitar que las expectativas de inflación se desanclen. Por otra parte, si puede convencer al público de que los efectos de la tormenta son temporales, el banco central puede analizar el aumento de los precios de manera muy similar a la forma en que los bancos centrales suelen examinar las fluctuaciones de los precios de las materias primas y los energéticos.

Por otro lado, si el problema es el aumento del nivel del mar, entonces el choque de oferta negativo no será temporal sino permanente, como en el caso de las tormentas. En este sentido, el producto potencial y, por lo tanto, la brecha del producto, se verían afectados, los efectos económicos negativos serían continuos y el banco central quizás tendría que responder aún con mayor firmeza para anclar las expectativas.

Creo que muchas de las mismas cuestiones aplican a los impuestos al carbono y a otras políticas para reducir el cambio climático. Esas medidas aumentan el costo de producción de los productos intensivos en carbono, en particular, pero también, de manera más general, son inflacionarias, al margen de otros factores. No es un argumento en contra de su uso, pero sí significa que los bancos centrales deben pensar en cómo el uso de esos instrumentos afecta su mandato.

El cambio climático también es importante para los bancos centrales en su papel de reguladores financieros. Los ciclones, los huracanes y las inundaciones costeras plantean riesgos evidentes para las compañías aseguradoras que no pueden reasegurar o diversificar totalmente sus

inflación, other things equal. A central bank cast with hitting an inflation target may have to raise interest rates to keep inflation expectations from becoming unanchored. Alternatively, if it can convince the public that the effects of the storm are temporary, the central bank may be able to look through the increase in prices in much the same way central banks typically look at fluctuations in commodity and energy prices.

If the problem is sea level rise, on the other hand, then the negative supply shock will not be temporary, as in the storm-related cases, but permanent. In this case, potential output and, hence, the output gap would be affected, the negative economic effects will be ongoing, and the central bank may have to respond even more forcefully to anchor expectations.

I believe many of the same points apply to carbon taxes and other climate change abatement policies. Those measures increase the cost of production for carbon-intensive products in particular, but also more generally, they are inflationary, other things equal. This is not an argument against their use, but it does mean that central banks need to think about how the use of such instruments impacts their mandate.

Climate change also matters for central banks in their role as financial regulators. Cyclones, hurricanes, and coastal flooding pose obvious risks to insurance companies that are not able to fully reinsure or diversify away their concentrated exposures to these events. The failure of important insurance companies can have powerful implications for the stability of the financial system as a whole. Climate-change abatement policies may undermine the balance sheets of fossil energy companies and mean losses for their shareholders. Thus, economies heavily dependent on companies that have been slow to move away from technologies, like the internal combustion engine, may then experience balance sheet problems, not just in the corporate sector but also in the banks that lend to those corporations.

What do central banks as regulators do specifically in response? They should apply higher capital requirements on brown rather than green investments since brown investments will be more at risk from climate change abatement policies. In addition to buttressing financial stability, doing



Barry Eichengreen
Atrás: Kenneth Rogoff

Barry Eichengreen
Back: Kenneth Rogoff

exposiciones concentradas a estos eventos. La falla de importantes compañías de seguros puede tener fuertes repercusiones en la estabilidad del sistema financiero en su conjunto. Las políticas de mitigación del cambio climático pueden socavar los balances de las empresas de energía fósil y suponer pérdidas para sus accionistas. De esta manera, las economías que dependen en gran medida de empresas que han tardado en apartarse de tecnologías como los motores de combustión interna, pueden experimentar entonces problemas en sus balances, no solo en el sector empresarial sino también en los bancos que conceden préstamos a esas empresas.

¿Qué deben hacer específicamente los bancos centrales reguladores específicamente ante esta situación? Deberían aplicar requerimientos de capital más elevados para las inversiones en proyectos contaminantes en lugar de en proyectos verdes, ya que las inversiones en proyectos contaminantes correrán un mayor riesgo a causa de las políticas de mitigación del cambio climático. Además de fortalecer la estabilidad financiera, hacer esto tendrá el beneficio secundario de desalentar la inversión en actividades menos amigables con el medio ambiente. Los bancos centrales igualmente deberían incorporar los escenarios de cambio climático extremo en sus pruebas de estrés financiero.

Esta mañana me sorprendió ver en la transmisión de noticias que, ayer, diez senadores de Estados Unidos celebraron una conferencia de prensa donde criticaron a la Reserva Federal por no hacer lo suficiente para incorporar los escenarios de cambio climático en sus pruebas de estrés. Me sorprendió porque mi impresión, con base en algunos discursos pronunciados por los gobernadores de la Reserva Federal, es que la Reserva Federal ya ha avanzado considerablemente en esta dirección. Tal vez solo se trata de una falta de comunicación en el sentido de que no ha informado exactamente a los políticos sobre lo que ha estado haciendo.

Además, los bancos centrales deberían exigir una mayor divulgación y transparencia en relación con las tenencias de activos verdes y no verdes por parte de las empresas financieras. Una mayor transparencia ayudará a garantizar que los propios reguladores no sean sorprendidos por problemas de intermediarios financieros cuando se produzcan los fenómenos climáticos y que esos intermediarios estén sujetos a una mayor disciplina por parte de los mercados.

that will have the ancillary benefit of discouraging investment in less climate-friendly activities. In addition, central banks should incorporate extreme climate change scenarios into their financial stress tests.

I was surprised this morning to see in my news feed that ten US senators held a press conference yesterday, criticizing the Federal Reserve for not doing enough to incorporate climate change scenarios into its stress tests. I was surprised because my impression, based on some speeches that Federal Reserve governors had made, is that the Fed has already moved considerably in this direction. Maybe this is a failure of communication where they have not told the politicians enough about exactly what they have been doing.

In addition, central banks should require greater disclosure and transparency regarding holdings by financial firms of green and brown assets. Greater transparency will help to ensure that regulators themselves are not surprised by financial intermediaries' problems when climate events hit and that those intermediaries will be subject to stronger discipline by markets.

Finally, central banks should avoid being tapped as piggy banks by the proponents of a Green New Deal or green quantitative easing. In the United States, as Ken described, economists associated with the so-called modern monetary theory consider that central banks can pay for initiatives such as climate-change mitigation policies—their so-called Green New Deal—by printing money without inflationary consequences. The same thing is going on in the United Kingdom. Advocates of the UK Green New Deal have called for the Bank of England to purchase new debt issued by the government to fund energy, efficiency, and buildings to fund renewals and investment in local transport systems.

In the current environment of low interest rates, there may indeed be more scope for non-inflationary money financing of government budget deficits, but some proponents of a Green New Deal suggest that said scope is effectively unlimited. There is, of course, no basis for that conclusion either in economic theory or in economic history. The reality is that, beyond some point, inflationary pressure will intensify.

Thank you very much.

Por último, los bancos centrales deben evitar ser utilizados como alcancías por los proponentes de un “Nuevo Acuerdo Verde” (“*Green New Deal*”) o de una expansión cuantitativa verde. Como describió Kenneth, en Estados Unidos, los economistas asociados con la llamada teoría monetaria moderna consideran que los bancos centrales pueden pagar iniciativas como las políticas de mitigación del cambio climático —su llamado Nuevo Acuerdo Verde— imprimiendo billetes sin consecuencias inflacionarias. Lo mismo ocurre en el Reino Unido. Los defensores del Nuevo Acuerdo Verde del Reino Unido han solicitado que el Banco de Inglaterra compre nueva deuda emitida por el Gobierno para financiar la energía, la eficiencia y las construcciones necesarias para renovar e invertir en los sistemas de transporte locales.

En el entorno actual de tasas de interés bajas, en efecto puede haber más posibilidades de recurrir al financiamiento monetario no inflacionario de los déficits presupuestarios gubernamentales, pero algunos defensores del Nuevo Acuerdo Verde sugieren que dichas posibilidades son ilimitadas. Por supuesto, no hay base para tal conclusión, ni en la teoría económica ni en la historia económica. La realidad es que, en algún momento, la presión inflacionaria se intensificará.

Muchas gracias.

**LAWRENCE J.
CHRISTIANO**
PROFESOR ALFRED CHASE DE
ECONOMÍA, NORTHWESTERN
UNIVERSITY

PANEL ACADÉMICO

Gracias por invitarme a celebrar esta feliz ocasión. Es un honor asistir a este evento. Voy a compartir algunas ideas sobre la autonomía de la banca central y coincidiré en cierta medida con lo que ya se ha dicho hoy.

Supongo que si vamos a hablar de la autonomía del banco central debemos empezar por responder por qué deberíamos tenerla en una sociedad democrática. ¿Debería el pueblo o sus representantes elegidos controlar a los bancos centrales? ¿Por qué no deberían los bancos centrales ser dirigidos por el poder ejecutivo?

La respuesta es que la política monetaria puede cambiar muy rápidamente y, cuando eso ocurre, puede lograr que sucedan cosas positivas de inmediato. Las cosas positivas significan una economía más fuerte, mayor solidez financiera y que todo el mundo sea más feliz. Las cosas negativas asociadas con la política monetaria solo aparecen mucho más tarde, como son la inflación, las expectativas de inflación e —incluso peor— la crisis en el mercado cambiario. Todas ocurren posteriormente y esa es una característica clave de la política monetaria en contraposición, por ejemplo, a la política fiscal —ya que la política monetaria tarda mucho más tiempo en surtir efecto.

La democracia es, por supuesto, genial y queremos tener representantes. Al mismo tiempo, estos representantes necesariamente tienen que enfrentar elecciones periódicas. Cuando

**LAWRENCE J.
CHRISTIANO**
ALFRED CHASE
PROFESSOR OF ECONOMICS,
NORTHWESTERN UNIVERSITY

ACADEMIC PANEL

Thank you for inviting me to this happy occasion. I am honored to be here. I am going to share some ideas about central bank independence, and I will overlap to some extent with what has already been said.

I guess that the first place we should start if we are going to talk about central bank independence is, why should we have it in a democratic society? Should the people or their elected representatives control it? Why should central banks not just be run by the executive branch?

The answer is that monetary policy can move very rapidly, and when it moves rapidly it can make good stuff happen right away. Good stuff meaning a stronger economy and better balance sheets. Everybody is happier. The bad stuff associated with that only comes much later: inflation, inflation expectations, —perhaps even worse— foreign exchange crisis; they all happen later, and that is a key feature of monetary policy as opposed to fiscal policy, for example, as the former takes a lot more time to get going.

Now, democracy is, of course, great, and we want to have representatives. At the same time, necessarily, these representatives have to face periodic elections. When they face these elections, their time horizon is going to shrink to the length of the election and they are very likely to choose the good stuff and leave the bad stuff for the next guy.



De izquierda a derecha: Daniel Chiquiar, Athanasios Orphanides, Barry Eichengreen, Lawrence J. Christiano y Kenneth Rogoff

From left to right: Daniel Chiquiar, Athanasios Orphanides, Barry Eichengreen, Lawrence J. Christiano, and Kenneth Rogoff

enfrenten estas elecciones, su horizonte temporal se reducirá al tiempo que dure la elección y muy probablemente elijan enfocarse en lo bueno y dejen lo malo para sus sucesores.

Esta es, creo, la razón por la que queremos que los bancos centrales gocen de autonomía. Pero hay más. Hay muchas pruebas de que la autonomía del banco central da frutos. Ninguno de nosotros ha realmente hablado de esto aquí hoy, pero hay evidencia bien conocida en todos los países de que cuando la banca central es autónoma, ciertas medidas de rendimiento económico se aprecian mejor.

Quiero compartir ciertas cosas que conozco sobre Estados Unidos para analizar lo anterior. No me atreveré a dar ejemplos de México porque de ninguna manera soy un experto en ello. Pero una forma de pensar sobre la autonomía en el contexto de los Estados Unidos es que la Reserva Federal cometió un cuantioso error de política económica, como fue la alta inflación de los años 70. Trataré de argumentar que eso probablemente no habría sucedido si la Reserva Federal hubiera tenido más autonomía. Estoy tratando de explicar eso, así que voy a hacer dos precisiones.

La primera es que la autonomía de los bancos centrales es una gran idea. La segunda es que la autonomía del banco central es algo muy frágil. Hasta cierto punto —y ya lo hemos estado discutiendo hoy— la autonomía del banco central puede muy bien convertirse en una víctima de su propio éxito.

Algunas personas encuentran desconcertante y les resulta difícil explicar los muy bajos niveles de inflación de los años recientes —y lo que aún es más importante, una expectativa de inflación muy baja en los últimos años. Creo que la única explicación real de este hecho básico es la prevalencia de la autonomía de los bancos centrales en todo el mundo desde los años 80 y 90.

Sería bastante irónico que, dado el éxito de los bajos niveles de inflación, todo el mundo dijera: “La autonomía de los bancos centrales ya no es necesaria, ahora tenemos una inflación baja y por tanto podemos prescindir de la autonomía de la banca central”. Por supuesto, eso sería un argumento completamente ridículo.

Creo que un ejemplo en contra de este argumento sería cuando se estableció el seguro de depósito en Estados Unidos en la década de 1930. Anteriormente se habían presentado muchas corridas bancarias y por eso fue que se

So, this, I believe, is the reason why we want central bank independence. But there is more. There is plenty of evidence that central bank independence pays off. None of us have really presented this here today, but there is well-known cross-country evidence that when you have central bank independence, certain measures of economic performance look better.

I want to bring a little bit of what I know about the United States to bear on this. I will not presume to bring Mexican examples because I am not an expert in that by any means. But one way to think about independence in the context of the United States is that there was a big economic policy blunder committed by the Fed in the United States, which is the high inflation of the 1970s. I will try to argue in a second that this situation would probably not have happened if the US Fed had been more independent. I will try to explain this with the following two points.

First, independence for central banks is a great idea. But my second point is that central bank independence is very fragile. To some extent —we have been discussing this already today— central bank independence may very well become a victim of its own success.

Some people find it puzzling and have a difficult time explaining the very low inflation in recent years, and more importantly, the very low expected inflation in recent years. I think the only explanation for that basic fact is the prevalence of central banks’ independence around the world since the 80s and the 90s.

It would be quite an irony if, given the success of the low inflation that we have, everyone would say, “Oh, well, we do not need independence anymore. We now have low inflation; we can dispense with the central bank independence.” Of course, that would be a completely foolish argument.

I think one pushback would be in the United States, in the 1930s, when we got the deposit insurance. There had been plenty of bank runs before that, and that is why the deposit insurance was established. Since that time, there have not been any ruins in the commercial banks of the United States. So, then you might argue, “Well, okay, now the run problem has been dealt with, we can get rid of the deposit insurance.” Of course, that would be ridiculous, and to me, it would be similarly ridiculous to get rid of central bank

estableció el seguro de depósito. A partir de entonces, no ha habido corridas en los bancos comerciales de Estados Unidos. Entonces, se podría argumentar que “ahora que el problema de las corridas bancarias se ha resuelto, podemos deshacernos del seguro de depósito”. Por supuesto, eso sería ridículo, e igualmente ridículo para mí sería deshacerse de la autonomía del banco central solo porque tuvo tanto éxito en el pasado que logró acabar con la inflación.

Voy a enfatizar mucho esta fragilidad y tal vez algunos de ustedes se sorprendan por algunas cosas. La autonomía de la banca central en Estados Unidos probablemente se gestó alrededor de la época del Acuerdo del Tesoro (“*Treasury Accord*”). Fue un acuerdo que se estableció en 1951 entre la Reserva Federal y el poder ejecutivo. Este acuerdo ocurrió después de una batalla épica entre la Reserva Federal y el poder ejecutivo. Ahora, una cosa acerca de la fragilidad es que cuando se piensa en esta batalla, resulta que en realidad fue un accidente que la Reserva Federal haya ganado. El presidente normalmente habría ganado esta batalla. Creo que al final el presidente la perdió por lo que sucedió en Corea, y por otras cosas que hicieron que perdiera poder político. Pero de cierta forma es muy, muy afortunado que la Reserva Federal haya ganado la batalla.

¿Por qué estaban en conflicto la Reserva Federal y el poder ejecutivo? En ese momento, el presidente Truman había entrado en guerra con Corea del Norte. No voy a entrar en todos los detalles de esa guerra, pero no le fue muy bien a Estados Unidos. Existía el riesgo de que esa guerra se convirtiera en algo mayor de lo que habíamos visto antes —otra guerra mundial, excepto que esta vez sería incluso de mayores dimensiones— y Truman dijo: “La nación está ahora en un momento de riesgo. Todas las ramas del Gobierno se están uniendo en este momento de peligro y la Reserva Federal es parte del Gobierno, así que es mejor que asuman su parte del trabajo y su trabajo es mantener tasas de interés bajas”.

Al otro lado del conflicto estaba —no sé por qué no es más famoso— el presidente de la Reserva Federal, que en ese momento era Thomas McCabe. McCabe estaba preocupado por la inflación y pensó que la demanda de Truman de mantener tasas de interés bajas solo se traduciría en que la Reserva Federal compraría toda la deuda del Gobierno, lo cual la monetizaría y generaría después mayor inflación. Lo sorprendente de McCabe era que era muy, muy insistente.

independencia simplemente porque it was so successful in the past and got rid of inflation.

I am going to stress this fragility repeatedly, and maybe some of you will be surprised by some of these things. Central bank independence in the United States probably started around the time of something called the Treasury Accord. It was an agreement between the Federal Reserve and the executive branch, in 1951. This agreement occurred after an epic battle between the Fed and the executive branch. Now, one thing about fragility is that, when you think about this battle, it is really an accident that the Fed won. The president should have normally won this battle. I think the president lost it in the end because of how things went in Korea and various other things that caused him to lose political power. But, in some way, it was very, very fortunate that the Fed won.

So, what were the Federal Reserve and the executive branch arguing about? At that time, President Truman went to war with North Korea I am not going to get into all the details of that war, but it did not go so well for the United States. There was a risk that such war could escalate into something bigger than we had ever seen before —another World War, except this time even a bigger deal— and Truman said, “The nation is now on a moment of peril. All of the branches of government are pulling together in this moment of danger, and you Fed, you guys are part of the government, so you better play your part of the game, and your job is to keep interest rates low.”

Now, on the other side was the Fed chair—I do not know why he is not more famous, but anyway—, who at that time was Thomas McCabe. McCabe was worried about inflation, and he thought that Truman’s demand to keep interest rates low would just translate into the Fed buying all of the government debt, monetizing it, and then producing a lot of inflation. So, the amazing feature of McCabe’s character was that he was very insistent. This was a huge battle, the whole country was polarized over it: there were people on Truman’s side, there were people on the Federal Reserve’s side, there were dirty tricks, people leaked lies about what other people said to the newspapers, all kinds of stuff going on. And, somehow, the Fed won. Again, I think in my view, it is a matter of luck that it won. Then, there was a signed agreement that the Fed was going to make the

Aquella fue una enorme lucha y todo el país estaba polarizado al respecto. Había gente del lado de Truman, pero también había gente que apoyaba a la Reserva Federal. Había trucos sucios. La gente filtraba mentiras sobre lo que otras personas decían a los periódicos. Todo tipo de cosas pasaron, pero, de alguna manera, la Reserva Federal ganó. Una vez más, en mi opinión, creo que fue cuestión de suerte que ganara. Posteriormente se firmó un acuerdo estableciendo que la Reserva Federal iba a tomar las decisiones sobre política monetaria, incluyendo la determinación de las tasas de interés y otros asuntos similares.

Sin embargo, en aquel entonces no era tan obvio que la Reserva Federal había ganado. De hecho, Truman pensó que él mismo había ganado en secreto. ¿Por qué? Porque nombró a uno de los suyos como presidente de la Reserva Federal. En ese entonces, el cargo no se conocía como “presidencia” —actualmente al jefe de la Reserva Federal se le llama presidente o presidenta. Así que solo porque consiguieron dicho acuerdo y por lograr que su persona elegida se convirtiera en presidente de la Reserva Federal, Truman pensó que había ganado la batalla. Ese presidente de la Reserva Federal resultó ser William McChesney Martin. Su nombre ya se ha mencionado varias veces hoy. William McChesney Martin resultó ser un gran defensor de la autonomía del banco central. La persona adecuada, en el momento adecuado.

Un ejemplo del tipo de cosas que hacen frágil la autonomía de la Reserva Federal es que Martin también libró una batalla con el presidente de Estados Unidos. Se metió en problemas con el presidente Johnson en la década de 1960. En este caso, también se debió a una guerra. Johnson estaba ocupado peleando una guerra con Vietnam, había aprobado un enorme proyecto de ley de recorte de impuestos y quería implementar todos sus programas de asistencia social que eran parte de lo que se conoció como el proyecto Gran Sociedad (*Great Society*), los cuales implicaban muchos gastos. Johnson le dijo a Martin: “Espero que seas parte del equipo y mantengas tasas de interés bajas”. Martin, pensando igual que McCabe, le dijo: “Sabe, no es una buena idea porque usted va a estar emitiendo toneladas de deuda. Está recortando impuestos, aumentando el gasto, y cuando me dice que quiere que mantenga tasa de interés

decisions about monetary policy, including setting interest rates, and so on.

In real time, however, it was not so obvious that the Fed had won. In fact, Truman thought that he himself had sneakily won. Why? Because he installed one of his own people as the Fed chair. It was not called a “chair” then, but the boss of the Federal Reserve is called a chair, chairman, or chairwoman now. So, Truman thought that he had actually won the battle because they only got this agreement and he got his elected person in there to be chair. Well, that Fed chair turned out to be William McChesney Martin. His name has come up several times already today. William McChesney Martin turned out to be a tremendous proponent of central bank independence. Kind of the right person, at the right time.

Now, one example of the kind of things that make Fed independence fragile is that he also had a battle with his president. He went into trouble with President Johnson in the 1960s. In this case, there was war again. Johnson was busy fighting a war in Vietnam, he passed a huge tax cut bill, and he wanted to do all of his Great Society programs, which involved a lot of spending. Johnson told Martin, “I expect you to be a team player and keep those interest rates low.” Of course, Martin thinking just like McCabe said, “You know, that is not a good idea because you’re just going to be issuing tons of debt, you’re cutting taxes, you’re increasing spending, and when you tell me you want me to keep the interest rate fixed, it means I’m going to have to buy all the debt, monetize it, and that’s going to create inflation.”

This was an epic battle. And Johnson summoned Martin to come to his ranch in Texas. Johnson was a very earthy, very physical person, and he said, “Martin, my boys are dying in Vietnam. If you won’t print the money that I need, again, you are not a team player, you are actually a really bad guy.” There are various accounts of this episode, but the basic idea is that Johnson kind of physically attacked Martin. But Martin still would not—I will come back to that in just a second—back down. And he did raise interest rates, although it is not clear if he did it or not, so I will come back to that again too.

Johnson, at this time, tried to fire Martin in the same way that Trump publicly considered firing J. Powell, but for the same reason that stopped Trump, Johnson also did not go through with firing Martin because he did not look like he

fijas, significa que voy a tener que comprar toda la deuda, monetizarla, y eso va a generar inflación”.

Esa fue una batalla épica. Johnson convocó a Martin para que fuera a su rancho en Texas. Johnson era una persona muy directa, muy imponente físicamente, y dijo: “Martin, mis muchachos se están muriendo en Vietnam. Si no imprimen el dinero que necesito, de nuevo, no eres parte de este equipo, eres realmente un tipo muy malo”. Hay varios relatos de este episodio, pero la idea básica es que prácticamente Johnson atacó físicamente a Martin. Pero, aun así, Martin —y volveré a eso en un segundo— no se arredró e incrementó las tasas de interés, aunque no está claro si lo hizo o no, así que regresaré a eso también.

En ese momento, Johnson trató de despedir a Martin de la misma manera que Trump consideró públicamente despedir a J. Powell, pero por la misma razón que detuvo a Trump, Johnson tampoco siguió adelante con el despido de Martin porque no parecía tener la autoridad para hacerlo. En Estados Unidos —creo que hemos oído que esto mismo ocurre en México— el presidente de la nación no puede despedir al presidente de la Reserva Federal sin tener una razón. Esto plantea la interrogante sobre cuál podría ser dicha razón. Generalmente, esto significa incompetencia grave o algo por el estilo.

Quiero mostrarles una foto de Lyndon Johnson. El hombre alto que se ve allí es Lyndon Johnson, una persona muy imponente físicamente, y el hombre bajito es William McChesney Martin. Esta foto se tomó en un buen momento, en tiempos felices —no fue un momento feliz cuando Lyndon Johnson se convirtió en presidente porque eso fue a causa del asesinato de Kennedy— pero al principio la relación entre estas dos personalidades era muy cálida. Les muestro esta foto solo porque es la única que muestra el tamaño relativo de ambos hombres. Así que cuando Johnson le pidió a McChesney Martin que fuera a su rancho —no sonreían cuando llegaron al rancho— se acercó a McChesney Martin y le dijo: “Quiero que mantengas las tasas de interés bajas”. Invade su espacio personal, lo empuja y le dice: “Quiero esto, quiero lo otro...”; y en realidad lo empuja contra la pared. Martin describe esta experiencia en su autobiografía y otras personas también la han mencionado.

had the authority to do that. In the United States —I think we heard this about Mexico— the president cannot fire the chairman of the Fed without a cause. This raises the question of what does that mean? Generally, this means gross incompetence or something like that.

So, I want to give you a picture here of Lyndon Johnson. The big guy over here is Lyndon Johnson, a very physical person, and the little guy over there is William McChesney Martin. Now, this was at a good time, those were happy times —it was not a happy time when Lyndon Johnson became president because it was when President Kennedy was assassinated— but the relationship between those two people started very warmly. I am only showing you this because it is the only picture that shows the relative size of both men. So, when he asked McChesney Martin to come down to the ranch — they were not smiling when they came to the ranch— he goes up to McChesney Martin and says, “I want you to keep interest rates low.” He gets into his personal space, he pushes him, “I want, I want...”, and he actually squeezes him against the wall. Martin talks about this in his autobiography, and other people talk about this.

Athanasios mentioned statutory independence, which is not actual independence. You could have statutory independence, but the president has devices he can use to bend your will. My feeling is that, while Martin fought back against Johnson, he did not fight back enough. Here is a graph of inflation in the post-war period, and that early thing, in



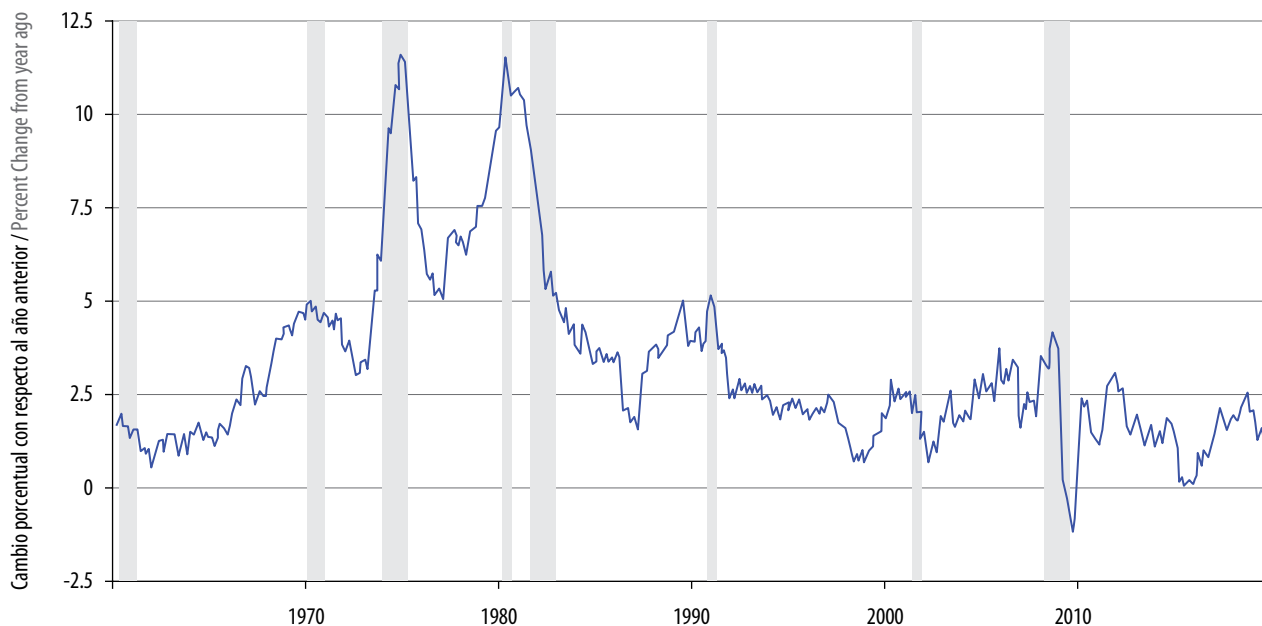
William McChesney Martin (izquierda) estrechando la mano a Lyndon Johnson (derecha)
William McChesney Martin (left) shaking hands with Lyndon Johnson (right)

Athanasios ya mencionó la autonomía estatutaria, que no es la autonomía real. Puedes tener autonomía estatutaria, pero el presidente de la nación tiene dispositivos que puede utilizar para doblegar tu voluntad. Mi opinión es que, aunque Martin se enfrentó a Johnson, no lo hizo lo suficiente. Aquí les muestro una gráfica de la inflación en el periodo de la posguerra. La gráfica permite apreciar cómo, aparentemente, en 1965 la etapa llamada Gran Inflación en Estados Unidos comenzó (Gráfica 5).

1965, is when it looks like the so-called Great Inflation in the United States began (Figure 5).

Martin was very concerned about that. He wanted to raise the interest rate because he saw inflation going up, and Johnson was adamantly opposed to it. He actually did raise the interest rate, but it is pretty clear in retrospect—because everything is clear in retrospect—that he did not raise it enough. I cannot help thinking that although Johnson did

Gráfica 5. Gasto en Consumo Personal: Índice de Precios en Cadena
Figure 5. Personal Consumption Expenditures: Chain-type Price Index



Las áreas sombreadas indican recesiones de EE. UU.
Fuente: U.S. Bureau of Economic Analysis.

Shaded areas indicate U.S. recessions
Source: U.S. Bureau of Economic Analysis.

En ese entonces, Martin estaba muy preocupado. Quería aumentar las tasas de interés porque veía que la inflación se incrementaba, y Johnson se oponía rotundamente a ello. En realidad, sí aumentó las tasas de interés, pero fue bastante claro —porque todo se ve con mayor claridad en retrospectiva— que no las subió lo suficiente. No puedo evitar pensar que aunque Johnson no pudo impedir que Martin aumentara las tasas, sí le impidió aumentarlas tanto como lo hubiera hecho de otro modo. Es decir, los inicios de la Gran Inflación en Estados Unidos podrían no haber ocurrido si el Banco Central hubiera sido más autónomo.

Hay otro personaje que a menudo surge. Es Arthur F. Burns, quien sucedió a Martin y asumió el cargo cuando la inflación ya había comenzado a aumentar. Burns no era técnicamente un estudiante de Friedman, pero era un “defensor de Friedman”, por lo que, en su opinión, la inflación no puede ocurrir sin que el banco central conspire en ello. Si el banco central no abre la llave del dinero, no habrá inflación. Esa era su opinión. Y estaba angustiado por la inflación. Pensaba que era algo terrible. Leí todos sus discursos una y otra vez y decía cosas como: “La inflación derribó al Imperio Romano”. Decía cosas como estas que no son ciertas, pero Burns así lo pensaba. Así que se inclinaba por aumentar las tasas de interés, al igual que Martin. Se puede advertir esta inclinación en sus discursos.

La cuestión es que también enfrentó fuertes situaciones políticas adversas. Por ejemplo, tuvo en su contra al presidente Nixon. El presidente Nixon iba a postularse para la reelección en 1972; estaba muy interesado en lograr sus aspiraciones personales y pensaba que las altas tasas de interés no ayudarían. Así que Nixon no estaba contento con tener tasas de interés altas. Pero hay más. Ya vimos lo que pasó con Wright Patman.

Wright Patman era un miembro carismático de la Cámara de Representantes. Era el presidente del Comité Bancario de dicha Cámara y tenía la opinión de que no se debería tener tasas de interés altas no porque sean incómodas sino porque, en su opinión, aumentar las tasas para controlar la inflación era exactamente lo opuesto a lo que se debía hacer. Las tasas de interés se relacionan con los costos de producción, por lo que aumentarlas es como tratar de apagar un incendio echándole gasolina. Declaró: “La insensatez de tratar de luchar contra la

not stop Martin from raising interest rates, he did prevent him from raising them as much as he would otherwise have. That is to say, the beginning of this Great Inflation in the United States might not have occurred had we had more central bank independence.

There is another character that often comes up, Arthur F. Burns. This is the chairman who succeeded Martin, who comes in when inflation had already started. Burns was not technically a student of Friedman but he was a “Friedman knight”, so it was his opinion that inflation cannot occur without the central bank conspiring in it. If the central bank does not open up the money spigots, you will not have inflation. That was his view. And he was anguished about inflation. He thought it was a terrible thing. I read all of his speeches just over and over again, “Inflation brought down the Roman Empire”, all kinds of things that are not true, but Burns did say. So, his inclination was to raise interest rates, sort of like Martin. You see that from his speeches.

The thing is, he also faced very strong political headwinds. For example, one of the headwinds was President Nixon. President Nixon was going to run for re-election in 1972, and he was very interested in his advancement and thought that high interest rates would not help. Nixon was not happy about having high interest rates. But there is more. We already saw Wright Patman.

Wright Patman was a charismatic member of the House of Representatives. He was chairman of the House’s Banking Committee, and he had the view that we should not have high interest rates not because they are uncomfortable or whatever but because, in his opinion, raising interest rates to get rid of inflation is exactly the opposite thing you should do. Interest rates are linked to production costs, and so raising the interest rate is like trying to put out a fire by pouring gasoline on it. He said, “The senselessness of trying to fight inflation by raising interest rates. Throwing gasoline on a fire to fuel the flames would be as logical.”

Now, this would be funny if this were the end of the story, but it is not the end of the story because Wright Patman happened to have a lot of influence over the wage and price control programs that came into place in the early seventies. I find it absolutely astounding that what Wright Patman said to Arthur Burns was first, “Raising interest rates to get rid of inflation is not effective, it is actually

inflación mediante el aumento de las tasas de interés. Echarle gasolina al fuego para apagar las llamas sería igual de lógico”.

Ahora bien, esto sería gracioso si fuera el final de la historia, pero no lo es porque Wright Patman tenía mucha influencia en los programas de control de salarios y precios que entraron en vigor a principios de los setenta. Encuentro absolutamente asombroso que lo que Wright Patman le dijo primero a Arthur Burns fue: “Aumentar las tasas de interés para deshacerse de la inflación no es efectivo, en realidad es contraproducente”. Y lo segundo fue: “Sé que estás pensando en aumentar las tasas de interés, sé que ese es tu formación intelectual, pero si aumentas esas tasas de interés entonces voy a ponerlas bajo el control de la junta de salarios y precios para que ya no tengas control sobre ellas”. Este es un ejemplo impactante de la fragilidad de la autonomía de la banca central en Estados Unidos. Esto es realmente muy dramático, nada estatutario, solo alguien que considera las tasas de interés como el costo que puede ser manejado por la junta de control de salarios y precios.

Lo que sucedería después de esto sería una política “*stop-go*”. Burns trataría de aumentar las tasas de interés; la economía entraría en recesión; se molestaría mucho de que entraría en recesión; toda la reacción política giraría en torno a la recesión, por lo que la Reserva Federal retrocedería, reduciendo las tasas de interés; la inflación despegaría y luego volvería a subir las tasas de interés. Se ve el tambaleo; se ve el aumento de varianza. No solo la inflación estaba subiendo en Estados Unidos sino que se puede ver cómo rebotaba hacia arriba y hacia abajo conforme la política reaccionaba a la inflación, y entonces las ideas políticas contrarias volvían, y tenían que retroceder una vez más.

No fue sino hasta que Volcker asumió el cargo de presidente de la Reserva Federal que la inflación se controló. Creo que parte de la razón de que esto se lograra fue que Reagan apoyó a Volcker, porque cuando inició su administración, la inflación estaba realmente por los cielos. Creo que Reagan probablemente pensó: “Si puedo conseguir que Volcker controle la inflación para cuando tengamos las nuevas elecciones, entonces me voy a ver muy bien”.

Stanley Fischer ya nos habló sobre el incidente en 1984, cuando se acercaba la reelección y Reagan literalmente le ordenó a Volcker que no subiera las tasas de interés. Así que hay un factor de suerte: Volcker fue capaz de controlar

counterproductive,” and second, “I know you are thinking about raising interest rates, I know that is your intellectual background, but if you do raise those interest rates then I am going to take the interest rate and put it in the wage and price control board so you will not have any more control over that.” This is a shocking example of the fragility of central bank independence in the United States. This is really very dramatic, nothing statutory, just somebody writing down the interest rate as the cost that can be managed by the wage and price control board.

Now, what happens after all of this is a stop-go policy. Burns would try to raise the interest rate; then, the economy would go into recession, he would get really upset that it was going into recession, all the political feedback would revolve around the recession, so the Fed would then back off, cut the interest rate, inflation would take off, and then it would raise the interest rate again. You see the wobbling; you see the increased variance. Not only was inflation going up in the United States, but you can see it bouncing up and down as policy reacts to inflation, and then the political headwinds came back, and they would have to once again back off.

It was not until Volcker was chairman that we got rid of inflation. I think part of the reason was that Reagan supported Volcker because inflation was really burning when he came into office. I think Reagan probably thought, “If I can get Volcker to get rid of the inflation by the time we have the new election, then I am going to look great.”

We heard earlier from Stan Fischer about that incident in 1984 when it was time for Reagan’s re-election, and he literally ordered Volcker not to raise interest rates. So, there is an element of luck; Volcker was able to get rid of the inflation because Reagan came into power at just the right time to make that move. Had Reagan come into power a little bit later, or a little bit sooner, that would have been, I think, a very different result.

Let me give some sort of concluding remarks here. Central bank independence is crucial, it is the reason why we have low inflation all over the world. I think it is the reason why it is hard for inflation to rise now because expectations are very inertial; they are very inertial when inflation is high, and they are very inertial when inflation is low.



Alejandro Díaz de León, Gobernador del Banco de México, junto con los asistentes al evento

Alejandro Díaz de León, Governor of Banco de México, with event attendees

la inflación porque Reagan llegó al poder en el momento justo para hacer esa jugada. Si Reagan hubiera llegado al poder un poco más tarde, o un poco antes, creo que el resultado habría sido muy diferente.

Permítanme hacer un comentario final. La autonomía del banco central es crucial; es la razón por la que tenemos una baja inflación en todo el mundo. Creo que la razón por la que es difícil que la inflación aumente hoy en día es porque las expectativas son muy inerciales; son muy inerciales cuando la inflación es alta al igual que cuando la inflación es baja.

¿Cómo puede integrarse esto en una democracia? Las personas que tienen el control final siempre deben ser los votantes. Así que creo que la forma correcta de adaptar las características clave de la política monetaria al sistema democrático es tener un esquema y un mandato bien definidos y que el banco central presente periódicamente un balance explicando si está o no teniendo éxito. Creo que es la forma correcta de hacer cuadrar la autonomía del banco central con una sociedad democrática.

Al mismo tiempo, es muy importante ser consciente de que obviamente los bancos centrales también van a cometer errores. De hecho, creo que en lo que respecta a la crisis financiera —sobre la que podemos entrar en detalle más tarde— la Reserva Federal contribuyó un poco a que sucediera por la forma en que manejó los activos fuera de su balance y en ese sentido se equivocó. Creo que la Reserva Federal también se equivocó en el periodo previo a la crisis. Creo que fue Ken quien dijo: “Tenemos que pensar sobre los bancos de forma muy diferente”. Y eso es muy cierto, pero deberíamos haberlo hecho en 2007.

Si en 2007 hojeáramos un libro de texto de licenciatura sobre la banca en Estados Unidos, lo que habríamos encontrado es que la banca involucra a los bancos comerciales regulados por la Reserva Federal, a los mercados de valores y los mercados de bonos. Eso es todo. Sin embargo, el sistema bancario era mucho más grande. De hecho, el verdadero sistema bancario era casi el doble de grande que los bancos comerciales y eso fue lo que se derrumbó en 2008. Los bancos comerciales lo hicieron bien. En realidad, actuaron como un pequeño amortiguador. No se trataba de los bancos regulados por la Reserva Federal, sino del sistema bancario no regulado, fuera del alcance del Banco Central y que en realidad vivía en el Salvaje Oeste de la banca. El sistema bancario no

How do we fit this in with a democracy? Well, the ultimate people in control always have to be the voters. I believe the right way to square the key features of monetary policy with the democratic system is to have a well-defined framework and a well-defined mandate, and that the central bank produces an accounting periodically and say, “we are succeeding” or “we are not succeeding.” I think that is the right way to square central bank independence with a democratic society.

At the same time, it is very important to be aware that, obviously, central banks are going to make mistakes too. In fact, I actually think that regarding the financial crisis —we can go into detail on this afterwards— the Fed contributed a little bit to it in its treatment of off-balance sheet assets and made a mistake in that respect. I think the Fed also made a mistake in the run-up to the crisis. I think it was Ken who said, “We have to think very differently about banking,” and that is very true, but we should have thought differently about banking in 2007.

In 2007, if you looked at an undergraduate textbook on banking in the United States, what you would have found is that banking involves the commercial banks regulated by the Fed, the equity markets, and the bond markets. That is it. And as it happens, the banking system was much larger. In fact, the true banking system was almost twice as large as the commercial banks and that is what collapsed in 2008. The commercial banks did fine. Actually, they acted as a bit of a shock absorber. The issue was not the banks regulated by the Fed but rather the shadow banking system, which did not have central bank coverage, and was actually living in the wild west of banking. The shadow banking system continues to exist, and I think that one of the problems of the Fed, or actually of all economists, was that we were not measuring the banking system correctly. There have been evolution and innovations that have allowed intermediation to occur among a much wider set of institutions than just the traditional banks, equity, and bond markets.

My final point here is simply to restate that I am very concerned about this condition of fragility. These are all humans that are dealing with each other —people like Lyndon Johnson. It does not matter what the law is; the executive branch, the president, can always have an impact on the

regulado sigue existiendo y creo que uno de los problemas de la Reserva Federal, o en realidad de todos los economistas, era que no estábamos midiendo el sistema bancario correctamente. Ha habido evolución e innovaciones que han permitido la intermediación entre un conjunto mucho más amplio de instituciones que no se limita solo a los bancos tradicionales, los mercados de acciones y bonos.

Mi última observación es simplemente reiterar que estoy muy preocupado por esta condición de fragilidad. Estamos hablando aquí de que todo depende de seres humanos que están tratando con otras personas —personas como Lyndon Johnson. No importa cuál sea la ley, el Ejecutivo siempre puede influir en el presidente del banco central. El hecho de invitarlo o no a *Camp David* es un ejemplo de cómo excluirlo de ciertos eventos puede tener un impacto psicológico en el presidente. Por lo tanto, me preocupa este tema de la fragilidad.

Muchas gracias.

central bank chairman. Just inviting them to Camp David or not is an example of how leaving them out of invitations to certain events can have a psychological impact on the chairman. So, I am concerned about this fragility issue.

Thank you.



25  Aniversario de la
Autonomía
del Banco de México

