



**POLÍTICA MONETARIA  
EN EL CONTEXTO  
MACROECONÓMICO ACTUAL**

*Memoria del primer foro de ex  
subgobernadores del Banco de México*

**Dr. Santos Guzmán López**  
Rector

**Dr. Juan Paura García**  
Secretario General

**Dr. Jaime Arturo Castillo Elizondo**  
Secretario Académico

**Dra. Joana Cecilia Chapa Cantú**  
Directora de la Facultad de Economía

**Dr. Edgar Mauricio Luna Domínguez**  
Director del Centro de Investigaciones Económicas

**Dr. Roberto Robledo Fava**  
Coordinador de Desarrollo y Diseño de Publicaciones

**Lic. Juan Manuel Enríquez García**  
Diseñador Gráfico

Se permite la reproducción parcial de esta obra con fines didácticos y de difusión, siempre y cuando se cite a la Facultad de Economía de la Universidad Autónoma de Nuevo León como organizadora del evento, y no se persigan fines de lucro.

Política monetaria en el contexto macroeconómico actual.  
Memoria del primer foro de ex subgobernadores del Banco de México  
Editor: Abel Garza Martínez

Primera edición, 2024  
© Universidad Autónoma de Nuevo León  
© Facultad de Economía UANL

ISBN: en trámite

Impreso en Monterrey, México  
Printed in Monterrey, Mexico

## Panel



### Everardo Elizondo

Profesor de Economía en la EGADE Business School del ITESM. Fue subgobernador del Banco de México (1998 - 2008). Es miembro del Consejo de Administración de diversas empresas, entre ellas Cemex, Gruma, Rassini y Afore XXI-Banorte. Articulista regular de El Norte y Reforma. Miembro del Consejo Asesor Externo de la UANL. Presidente del Centro de Estudios Sociales del Noreste, A.C. Licenciado en Economía, UANL; MS en Economía, U. de Wisconsin. Ha recibido el título de Doctor Honoris Causa por la UANL.



### Javier Guzmán

Economista egresado de la UNAM, la Universidad de Lovaina y la Universidad de Yale. Fue subgobernador del Banco de México (2013-2020), director general del Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos (CEMLA) y director ejecutivo en el Fondo Monetario Internacional. Fue profesor de la EGADE del ITESM y ha coordinado la publicación de varios libros, de los cuales México en la encrucijada (Ariel 2024) es el más reciente. Es autor de La otra cara de la moneda (Ariel 2022). Actualmente se desempeña como consultor y conferencista, y es articulista en el periódico El Universal.



### Manuel Sánchez

Economista con destacada experiencia en banca central, finanzas y academia. Presidente de ai360, consejero en varias empresas, asesor en Spruceview Capital Partners, y exsubgobernador del Banco de México (2009 - 2016). Ha ocupado cargos clave en BBVA y Valanza México, además de dirigir el Centro de Análisis e Investigación Económica del ITAM. Ha sido profesor en varias universidades nacionales y extranjeras y autor de publicaciones sobre economía y política monetaria. Doctor en Economía por la Universidad de Chicago.



### Joana Chapa

Doctora en Economía por la Universitat de Barcelona con honores, y Licenciada en Economía por la UANL con Mérito Académico. Ha liderado alrededor de 40 proyectos y cuenta con 50 publicaciones. Ha sido premiada por la Cámara de Diputados, la UANL, entre otras instituciones. Es miembro del Sistema Nacional de Investigadores, Nivel II. Fue directora del Centro de Investigaciones Económicas (CIE) y actualmente es directora la Facultad de Economía en la UANL. Además, ha colaborado con instituciones como COLMEX, SAT y Consejo Nuevo León en investigación de alto impacto económico y social.



# Prefacio

---

La autonomía del Banco de México, que entró en vigor el primer día de abril de 1994, marcó un hito en la historia económica de nuestro país. Por ello, para conmemorar el trigésimo aniversario de esa trascendental fecha, la Facultad de Economía de la Universidad Autónoma de Nuevo León (UANL) organizó un panel de discusión con tres ex subgobernadores que atestiguaron y acompañaron el proceso transformador de nuestro banco central autónomo: Everardo Elizondo Almaguer (1998-2008), Manuel Sánchez González (2009-2016) y Javier Eduardo Guzmán Calafell (2013-2020).

Estas memorias recogen sus testimonios, ricos de experiencias, análisis y opiniones, que ofrecen tanto una mirada retrospectiva sobre los logros obtenidos con la autonomía como los desafíos que enfrenta el banco central en la actualidad para cumplir con su objetivo prioritario de procurar la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda nacional.

El diálogo entre los ex subgobernadores ayuda a construir una valiosa perspectiva experiencial sobre la evolución de la política monetaria en México e identificar los principales retos que esta enfrenta en la actualidad. En él se entrelazan los puntos de vista de actores clave que participaron en la toma de decisiones durante distintas etapas de la formación del instituto central actual. La conversación deja manifiesto que, en un mundo globalizado y altamente interconectado, el banco central desempeña un papel fundamental en la estabilidad de la economía, pero para lograrlo debe preservarse su autonomía, tanto *de iure* como *de facto*.

En resumen, esta publicación ofrece una referencia experta y autoritativa para académicos, especialistas y servidores públicos, así como para todas aquellas personas interesadas en comprender la importancia de la autonomía del Banco de México, a partir de la visión de quienes formaron parte de su Junta de Gobierno durante cuatro distintas administraciones.

Finalmente, esta presentación estaría incompleta sin explicar nuestro particular interés en el Banco de México. Y es que esa institución ha tenido un rol protagónico en la evolución de nuestra Facultad de Economía desde su fundación en 1957, cuando don Rodrigo Gómez, entonces director general del Banco de México, le encomendara a la maestra Consuelo Meyer L'Epée construir nuestra escuela con el apoyo de los grandes economistas mexicanos Víctor L. Urquidí y Daniel Cosío Villegas.

Desde 1963, cuando se graduó la primera generación de economistas de nuestra Facultad, numerosos egresados han desempeñado roles significativos en el Banco de México, como analistas, jefes de oficina, investigadores, subdirectores, gerentes, directores, directores generales y subgobernadores. Asimismo, en la actualidad, dicha institución contribuye a la formación de nuestros estudiantes con la Asignatura Banco de México.

Estas memorias son un homenaje a la invaluable labor que el Banco de México realiza diariamente en beneficio de nuestro país.

**Joana Cecilia Chapa Cantú**  
Directora  
Facultad de Economía, UANL

# Presentación

Para conocer los retos más apremiantes que enfrentan en la actualidad los bancos centrales en la conducción de su política monetaria conviene partir del hecho de que, durante las últimas cuatro décadas, dichas instituciones han experimentado cambios institucionales profundos y transformaciones significativas en sus marcos de política monetaria tendientes a establecer como su objetivo primordial salvaguardar la estabilidad de precios.

En efecto, las reformas implementadas han tenido como propósito central eliminar, o cuando menos mitigar, las causas que dieron lugar a los pobres resultados en el control de la inflación durante un largo periodo, que abarcó desde fines de los años sesenta hasta mediados de los años ochenta en las principales economías avanzadas, y desde mediados de los años setenta hasta fines de los años noventa en numerosas economías emergentes.

Hoy conocemos el principal factor que contribuyó a la inestabilidad de precios durante esa época: el uso de la política monetaria como medio para alcanzar objetivos ajenos a la estabilidad de precios, tales como sostener un crecimiento económico elevado y procurar una tasa de desocupación baja. Entonces, establecer objetivos no monetarios para la política monetaria propició una expansión excesiva de dinero que, a la postre, solo disminuyó el poder adquisitivo de la moneda.

La creencia de que la política monetaria era un medio efectivo para mantener niveles de crecimiento y ocupación elevados ocasionó otros inconvenientes de naturaleza política y de credibilidad que interfirieron con la operación de los bancos centrales. Estas instituciones comenzaron a recibir presiones por parte de los gobiernos en turno a fin de lograr tales objetivos, ya fuera para cumplir con promesas de campaña o bien mantener su popularidad en años electorales. Asimismo, surgió el problema de "inconsistencia dinámica", que consiste en la dificultad de la autoridad monetaria para establecer un compromiso creíble respecto a sus acciones futuras. Este problema, también conocido como "inconsistencia temporal", impide reducir las expectativas de inflación y, en consecuencia, la inflación observada.

Para resolver los problemas anteriores, las reformas instrumentadas en los bancos centrales tuvieron como común denominador, en primer lugar, reconocer que la principal contribución que pueden hacer esas instituciones para fomentar el crecimiento sostenido es preservar la estabilidad de precios y, en segundo, facilitar que dichas autoridades contaran con suficiente independencia en su administración y operación para lograr y mantener tal objetivo. Es en este contexto que, paulatinamente, los bancos centrales fueron adoptando regímenes cambiarios más flexibles y esquemas de política monetaria basados en objetivos de inflación, usando como instrumento la determinación de un objetivo para una tasa de interés de referencia, a fin de cumplir con un mandato prioritario de estabilidad de precios.

Existe amplia evidencia empírica de que las reformas a la banca central implementadas en las últimas décadas rindieron los frutos deseados en materia de estabilidad de precios y, rápidamente dichas instituciones ganaron credibilidad y reputación. Incluso algunos observadores llegaron al extremo de considerar que, mediante la política monetaria, los bancos centrales modernos podían fácilmente llevar a la economía al nivel de "pleno empleo" con estabilidad de precios y mantenerse allí indefinidamente. De acuerdo con esa visión, era imposible que un evento como la Gran Depresión de la década de los años treinta del siglo pasado volviera a ocurrir.

El tiempo se encargó de mostrar que esta interpretación estaba equivocada. El nuevo milenio trajo dos acontecimientos de alcance mundial que evidenciarían, en diferentes periodos, las limitaciones de la política monetaria para estabilizar la economía. Así, mientras que la crisis financiera internacional del 2008 expuso la ineficacia de la política monetaria "convencional" para regresar rápidamente la economía al nivel de "pleno empleo" y asegurar la "estabilidad financiera", la pandemia del COVID-19 reveló que la preservación de la estabilidad de precios, que se había consolidado en las economías avanzadas y algunas emergentes, no estaba garantizada. Estos episodios sirvieron para comprobar que los bancos centrales en realidad tienen mucho menos control sobre la economía de lo que se creía.

Y, por si fuera poco, a este complejo contexto macroeconómico global se sumaron importantes factores de incertidumbre internacional, como el resurgimiento del proteccionismo y graves tensiones geopolíticas en diversas regiones. Este es el entorno internacional del cual se debe partir para indagar los principales retos que se vislumbran en la actualidad para los bancos centrales en general y para el Banco de México en particular.

Con ese propósito, la Facultad de Economía de la Universidad Autónoma de Nuevo León aprovechó la celebración de los treinta años de la autonomía del Banco de México, el primero de abril de este año, para organizar el foro presencial "Política Monetaria en el Contexto Macroeconómico Actual". Encomendó la discusión a tres distinguidos economistas con una amplia experiencia en la conducción de la política monetaria en nuestro país: los ex subgobernadores del Banco de México Everardo Elizondo Almaguer (1998-2008), Manuel Sánchez González (2009-2016) y Javier Eduardo Guzmán Calafell (2013-2020). La moderación estuvo a cargo de Joana Cecilia Chapa Cantú, directora de la Facultad.

En las memorias que se presentan en este tomo se apreciará que, como ha sucedido en otros países, las reformas implementadas en México para dotar a su banco central de autonomía y modernizar su marco de política monetaria tuvieron éxito al reducir, en tan solo unos cuantos años, la inflación, de niveles superiores al 50% en 1995 a cifras de un solo dígito a partir del 2000, logro que se ha preservado a la fecha. Sin embargo, y estos son algunos de los mensajes centrales de la discusión, la consolidación de la estabilidad de precios sigue siendo una tarea pendiente y el marco institucional del Banco de México presenta áreas de oportunidad.

En particular, se enfatiza que la meta de inflación del 3%, establecida como un objetivo permanente a partir del año 2003, no se ha alcanzado. Y ante la "resistencia" de la inflación general a disminuir a niveles alrededor de la meta y mantenerse allí surgen numerosas preguntas, tanto sobre el marco de política monetaria como sobre la conducción de dicha política, que se abordaron en el evento: ¿por qué no se ha logrado la convergencia a la meta de inflación después de dos décadas de haber establecido dicho objetivo?, ¿ayudaría a lograr ese fin disminuir el objetivo puntual para la meta de inflación por debajo del 3%?, ¿convendría eliminar el intervalo de variabilidad alrededor de dicha referencia?, ¿cuáles son los principales canales de transmisión de la política monetaria en México?

Más aún, de frente a la coyuntura económica reciente, caracterizada por un debilitamiento de la actividad económica, el fortalecimiento del valor externo de la moneda nacional y la perspectiva de que los bancos centrales de las principales economías avanzadas reduzcan sus tasas de referencia en los próximos meses, han surgido voces que, lejos de enfocarse en las preguntas anteriores, parecen menos preocupadas ante el resurgimiento de la inflación que ante factores más circunstanciales: ¿no será excesivamente restrictiva la actual postura monetaria en nuestro país?, ¿es necesario frenar la actividad económica en México para llegar a la meta?, ¿será la política monetaria la responsable de la fortaleza del peso?, ¿es necesaria dicha fortaleza para llevar la inflación a su objetivo?

Todas las personas interesadas en explorar estas y otras preguntas afines harán bien en leer estas memorias. Al hacerlo conocerán de primera mano y mediante una conversación cándida y coloquial, los distintos puntos de vista de tres reconocidos economistas que, además, cuentan con una amplia experiencia práctica en la conducción de la política monetaria mexicana, sobre los retos ineludibles e inaplazables que deberán afrontar los tomadores de decisiones de nuestro banco central en los años por venir.

**Ernesto Sepúlveda Villarreal**

Prof. Invitado del Curso de Moneda y Banca

Abril de 2024





## Edgar Luna

Buenas tardes a todas y a todos. En el marco del 90 aniversario de la Universidad Autónoma de Nuevo León y del 30 aniversario de la autonomía del Banco de México, la Facultad de Economía de nuestra Universidad les da la más cordial bienvenida a este foro de discusión titulado Política Monetaria en el Contexto Macroeconómico Actual. En este evento nos acompaña Everardo Elizondo Almaguer, profesor de Economía y miembro del Consejo de Administración de varias empresas.

Además, contamos con la presencia de Manuel Sánchez González, ex profesor de tiempo exclusivo de nuestra Facultad, consejero y asesor económico de diversas empresas. También nos acompaña Javier Guzmán Calafell, consultor y conferenciante. Además, tenemos la presencia de Joana Cecilia Chapa Cantú, directora de nuestra Facultad, y moderadora de este foro, a quien cedo la palabra.

## Joana Chapa

¡Hola, buenas tardes a todas y todos! Estoy muy emocionada y muy honrada de recibirlos en esta su casa, la Facultad de Economía, y con este panel de lujo. Everardo, Javier, Manuel: muchísimas gracias por acompañarnos y compartir esta charla con nosotros. Vamos a iniciar la primera ronda. Primero voy a manejar una pregunta que van a contestar los tres panelistas.

El pasado primero de abril, se cumplieron treinta años de la autonomía del Banco de México. Según su opinión, ¿cuál ha sido su impacto en la economía mexicana? ¿Existen áreas de oportunidad para fortalecer el marco institucional del Banco de México? Everardo, ¿te parece que iniciemos contigo?

**“La independencia de Banxico y el acuerdo de libre comercio son los dos cambios institucionales más importantes de los últimos setenta y cinco años en la historia económica nacional”.**

*- Everardo Elizondo*

## Everardo Elizondo

Sí, gracias. Creo que la experiencia del Banco de México con la autonomía es una prueba empírica fehaciente de la conexión positiva entre la independencia del instituto emisor y la reducción de la inflación. Esa relación se postuló hace muchos años en términos teóricos y luego fue validada por la experiencia de diversos países. Me parece que el caso mexicano ha sido particularmente exitoso. En ese sentido, habría que felicitar a los autores intelectuales de la independencia, que fueron, por un lado, el presidente de la república, Carlos Salinas y el secretario de hacienda, Pedro Aspe. Por el otro, el director del Banco de México, Miguel Mancera.

El proceso necesitó no sólo la argumentación teórica en favor de la autonomía, sino también, por supuesto, un manejo político eficaz, en una época en que la Presidencia de la República tenía un peso determinante en el sistema político nacional.

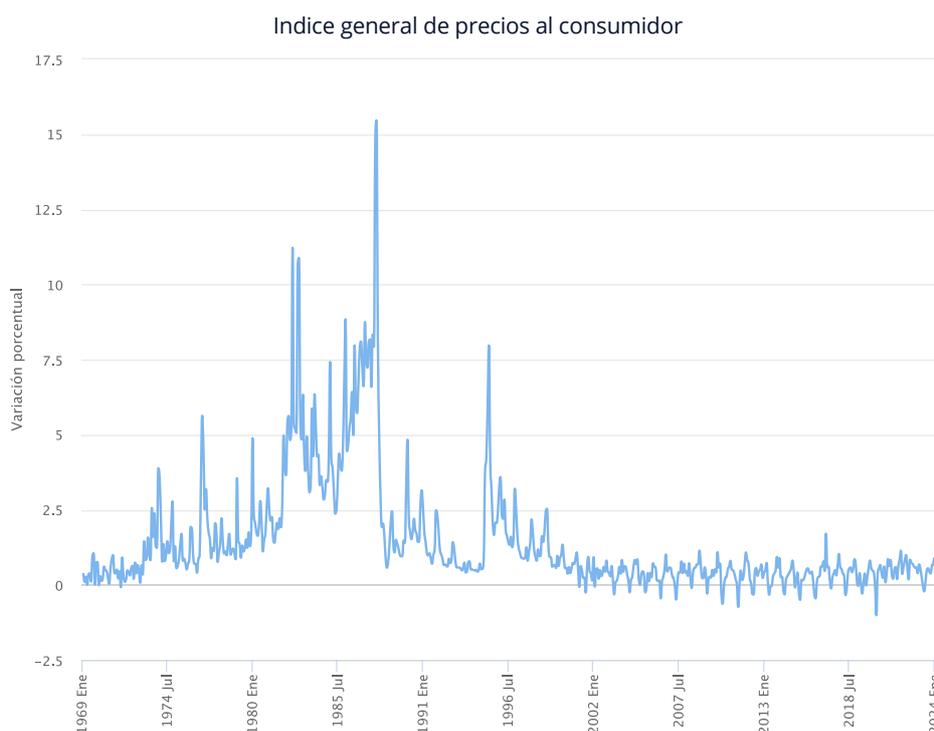
Para mostrar el éxito mencionado no se precisa ser experto en estadística ni en econometría. Basta con tener buena vista y echar una ojeada a la evidencia gráfica. En particular, ver cuándo empezó la autonomía del Banco, y notar cómo una inflación previa, cercana a 200.0 por ciento descendió a 50.0 por ciento en 1995, y eso con la crisis del cierre del año anterior. Después de eso, hubo un descenso gradual que nos ha llevado hasta la situación actual.

¿Se acuerdan de la época en que la inflación era un verdadero problema en México? Difícilmente. Los jóvenes como ustedes han vivido en un periodo relativamente estable, pero la diferencia entre aquella situación y ésta no es una diferencia de grado; es de clase. Y la diferencia se explica básicamente por un cambio institucional profundo, que fue la autonomía del Banco de México.

Me atrevo a decir que la independencia de Banxico y el acuerdo de libre comercio son los dos cambios institucionales más importantes de los últimos setenta y cinco años en la historia económica nacional. Y creo que eso es suficiente motivo de satisfacción para quienes los imaginaron y los realizaron. Esto último no era una tarea sencilla en México.

Respecto a los retos, el principal es que tenemos ya veinte años de haber planteado la meta de 3.0 por ciento de inflación y no la hemos alcanzado. Entonces, ahí está todavía una tarea importante por hacer. Alguna vez platiqué del tema, creo que con Miguel Mancera, y él trajo a colación el título de una canción de vaqueros, que dice "A Cowboy's Work is Never Done".

¿Les suena? Igual es la tarea de un banquero central. Por lo menos en un país en desarrollo, el control de la inflación parece que no se termina nunca. En el pasado reciente ya habíamos avanzado considerablemente y, de repente, vino la pandemia y, entre sus consecuencias, el repunte de la inflación a 9.0 por ciento. Y bueno, aquí estamos, a la espera de las decisiones de la Junta de Gobierno.



Fuente: Banco de Información Económica, INEGI.

## Joana Chapa

¡Muchas gracias, Everardo! Manuel, ¿nos quieres compartir tu lectura?

**“La autonomía es un hecho que debe celebrarse. Hay que tener en cuenta que fundamentalmente el cambio legal de 1993, que entró en vigor en abril de 1994, tuvo que ver con prohibir al banco central dar financiamiento al gobierno”.**

Manuel Sánchez

### Manuel Sánchez

Yo creo que la autonomía es un hecho que debe celebrarse. Hay que tener en cuenta que fundamentalmente el cambio legal de 1993, que entró en vigor en abril de 1994, tuvo que ver con prohibir al banco central dar financiamiento al gobierno. La autonomía está establecida en la Constitución y se hace más explícita en la Ley del Banco de México. En esencia, la autonomía reduce la posibilidad de que se reproduzca el crecimiento inflacionario que algunos de nosotros, antes de que ustedes nacieran, vivimos en los años setenta y a principios de los años ochenta del siglo pasado, durante el periodo conocido como de “desarrollo compartido”, cuando el gobierno incrementó exorbitantemente el gasto público.

Esta expansión dio como resultado un incremento significativo del déficit, el cual fue financiado con señoreaje y con deuda externa. Ustedes son economistas. Básicamente el señoreaje consiste en la capacidad que tiene el banco central de tener ingresos por producir dinero. Esto dio como resultado dos crisis, la de 1976 y la de 1982. En los años ochenta la inflación alcanzó tres dígitos.

Ahora podemos estar razonablemente seguros que ese tipo de experiencias no las volveremos a vivir. Representan un fenómeno conocido como “dominancia fiscal”, es decir, la situación en la que el banco central se ve forzado a determinar su política monetaria en función de las condiciones fiscales. Este fenómeno está descartado por ley, o sea el ordenamiento jurídico da la posibilidad al banco central de resistir esa subordinación.

Pero la dominancia fiscal que describí representa solo un caso extremo. Hay que recordar que hay otras situaciones más sutiles de falta de autonomía, que jurídicamente no están contempladas y es difícil que lo estén. Por ejemplo, en el año 2022, la primera ministra del Reino Unido, Liz Truss, presentó un programa fiscal muy expansivo, muy liberal, de reducción de impuestos, que no gustó a los mercados. Entonces los bonos gubernamentales cayeron de precio y el Banco de Inglaterra se vio forzado a sostener el precio de los bonos gubernamentales, presumiblemente para no causar un desarreglo en los mercados financieros. El sostenimiento del precio de los bonos gubernamentales representó una intervención monetaria con dominancia fiscal.

Esa parte, que no está jurídicamente establecida, le toca al Banco de México resistir. Por ejemplo, no suavizar su política monetaria con el fin de aligerar la carga financiera de gobierno. Yo coincidí con Everardo en que la autonomía es un importante reto que tiene el Banco de México.

De hecho, y si tengo tiempo, me gustaría comentar que es más importante la autonomía *de facto* que la *de iure*. Tenemos casos en que se ha ejercido una política monetaria autónoma en la práctica, aun sin respaldo jurídico. Uno de esos casos ocurrió en México cuando el director general del Banco de México, oriundo de Linares, la misma ciudad metrópoli de donde es el licenciado Elizondo, durante el periodo llamado de “desarrollo estabilizador”, aplicó una autonomía *de facto*. Con un tipo de cambio fijo y una política monetaria congruente con los flujos externos de la balanza de pagos, Don Rodrigo Gómez logró llevar la inflación, sin autonomía jurídica, a los mismos niveles de la inflación de Estados Unidos. Obviamente, eso requirió la cooperación de la política fiscal. Entonces el déficit público era muy bajo y todo se financiaba con el ahorro interno.

Sabemos que, recientemente, el gobierno federal ha cambiado de enfoque en la política fiscal que, de profundizarse, el Banco de México podría enfrentar un importante desafío. El reto no consiste en evitar financiar el déficit público, lo cual está prohibido por ley, sino en no ceder a posibles presiones sobre la política monetaria provenientes del relajamiento fiscal, con un déficit gubernamental previsto para 2024 que es el más alto en muchas décadas.

## Joana Chapa

Javier, continuamos contigo.

**“El Banco de México ha tenido un papel fundamental con su autonomía no solamente desde el punto de vista de estabilidad de precios, de combate a la inflación, sino también de estabilidad financiera”.**

**“La autonomía está protegida, pero no necesariamente asegurada”.**

**“Porque los esquemas que blindan o que tratan de blindar la autonomía del Banco de México tienen algunos puntos vulnerables”.**

Javier Guzmán

## Javier Guzmán

En primer lugar, quisiera agradecer a la Universidad Autónoma de Nuevo León la invitación a participar en este evento y en especial, por supuesto, a Joana. Muchas gracias. Estuve aquí hace como seis meses y créanme que para mí es un verdadero privilegio, por varios motivos que no tengo tiempo para explicar, el estar aquí con ustedes.

Respecto a la primera pregunta, coincidí básicamente con lo que explicaron Everardo y Manuel.

Lo único que agregaría es que el Banco de México ha tenido un papel fundamental con su autonomía no solamente desde el punto de vista de estabilidad de precios, de combate a la inflación, sino también de estabilidad financiera. Ese es otro tema que es crucial. Y algo en lo que quisiera insistir que ya mencionó Manuel, aunque yo lo pondría de una forma un poco diferente, es que el hecho de que el Banco de México sea autónomo no quiere decir que es el único responsable de la estabilidad macroeconómica y financiera.

El Banco tiene una parte muy importante de la responsabilidad, pero no es el único responsable. Manuel ya explicó lo correspondiente a la política fiscal. Lo único que yo agregaría es que el tema es todavía más complejo en lo referente a la estabilidad financiera que, como ustedes saben, saltó a los reflectores a raíz de la crisis financiera global de 2007-2008. En este caso, los responsables son un conjunto de instituciones: todas aquellas que están encargadas de la regulación y la supervisión del sistema financiero.

Permítanme ahora tratar de responder a las otras dos preguntas planteadas al panel. La primera es: ¿Está asegurada la autonomía del banco central?

Lo que yo diría es que la autonomía está protegida, pero no necesariamente asegurada. Protegida desde el punto de vista de lo que se establece en la Constitución y en la Ley del Banco de México. Ya mencionaba Manuel los puntos más relevantes. No los voy a repetir. ¿Pero, por qué digo que no está asegurada? Porque los esquemas que blindan o que tratan de blindar la autonomía del Banco de México tienen algunos puntos vulnerables.

Les voy a dar un par de ejemplos. El primero se relaciona con los nombramientos del Banco de México. Los integrantes de la Junta de Gobierno tienen que cumplir con un perfil que se establece en la Ley del Banco precisamente con el objetivo de asegurar la autonomía.

Estos nombramientos tienen que ser aprobados por el Senado. Ahora bien, los perfiles están sujetos a interpretación y el Senado de la República puede tener mayoría del partido político al que pertenece el presidente de la República. Eso quiere decir que hay cierto margen de maniobra para determinar quién cumple o no con el perfil. Y eso, por supuesto, es una vulnerabilidad de uno de los pilares de la autonomía.

Un segundo ejemplo. Todos los presidentes, en una etapa de su mandato, tienen una mayoría de la Junta de Gobierno integrada por profesionistas que ellos propusieron al Senado. Esto puede generar el riesgo de un diálogo demasiado cercano entre esos integrantes de la Junta de Gobierno y el presidente. Yo no estoy diciendo que esto se haya dado, simplemente estoy señalando que es otra vulnerabilidad.

¿Pueden existir discrepancias entre el Ejecutivo y la Junta de Gobierno del Banco de México? Yo creo que es lo natural. Es difícil pensar en una administración en la que no van a surgir discrepancias entre la Junta y el presidente de la República. Ahora, ¿cuál es el punto crucial? Que esas discrepancias se solucionen a través de mecanismos institucionales.

Por ejemplo, si hubiera una diferencia en la interpretación de la ley entre el Banco y el presidente, podría ser necesario que fuera la Suprema Corte de Justicia la que resolviera. Naturalmente, para que esto funcione bien, se necesita una Junta de Gobierno verdaderamente independiente.

Yo creo que hasta la fecha los diferentes presidentes de la República han respetado la autonomía del Banco de México. Lo único que estoy subrayando es que existen riesgos.

La otra pregunta que planteaba Joana es: ¿Qué se puede hacer para mejorar el marco institucional?

Yo creo que desde el punto de vista legal no hay mucho que se pueda hacer para fortalecer el marco institucional de la autonomía del Banco de México. A mi juicio, la ley en general está bien. Por otra parte, modificar el marco legal genera riesgos. Cuando se manda una propuesta de reforma de ley al Congreso, está perfectamente claro lo que se propone, pero no el resultado final. En particular, en qué medida esas propuestas van a dar lugar a otras modificaciones a la ley que puedan ser contraproducentes. Por tanto, yo tendría mucha cautela en tratar de fortalecer el marco institucional de la autonomía, mandando el tema a discusión del Congreso.

En términos muy generales, yo pensaría en tres vías para fortalecer la autonomía de nuestro banco central:

En primer lugar, algunos organismos internacionales tienen oficinas independientes de evaluación, que tienen como responsabilidad analizar con detalle las políticas de la institución y proponer de manera franca y directa las mejoras que se requieren. Me parece que para un banco central esta sería una vía demasiado agresiva. Pero lo que sí podría funcionar es integrar, de manera periódica, grupos de expertos de alto renombre conocidos por su imparcialidad, que puedan contribuir a analizar las políticas del Banco y dar una opinión franca al público de lo que se está haciendo. Esto debería ser acompañado de una total transparencia de las recomendaciones y de la respuesta de la institución a estas.

Mi segunda propuesta se concentra en lo que representa la columna vertebral no solamente del Banco de México, sino de cualquier institución. Su staff. Es fundamental que el Banco de México proteja a su personal por los medios que se requiera. Esto implica que debe tener la capacidad de retenerlo y de formarlo. Y, por otro lado, el Banco de México debe mantener el servicio de carrera con el que cuenta desde hace muchos años. ¿Esto qué permite? Asegurar que la institución tenga capital humano con la capacidad técnica requerida tanto para apoyar como para servir de contrapeso a la Junta de Gobierno.

Por último, la sociedad, que los incluye a todos ustedes, también tiene una responsabilidad. El Banco de México dispone de diversos mecanismos de rendición de cuentas y tiene un compromiso sólido con la transparencia. Pero eso no quiere decir que no haya margen para mejorar. La sociedad debe informarse al respecto, criticar en aquellos casos en los que no esté de acuerdo y proponer soluciones.

## Joana Chapa

Manuel, ¿deseas agregar algo?

## Manuel Sánchez

Es que me di cuenta de que no había contestado la parte institucional de tu pregunta. Estoy de acuerdo con lo que dijo Javier, en especial, en que hay que tener mucho cuidado en abrir la Ley del Banco de México, porque ahí se puede aprovechar para introducir iniciativas inconvenientes.

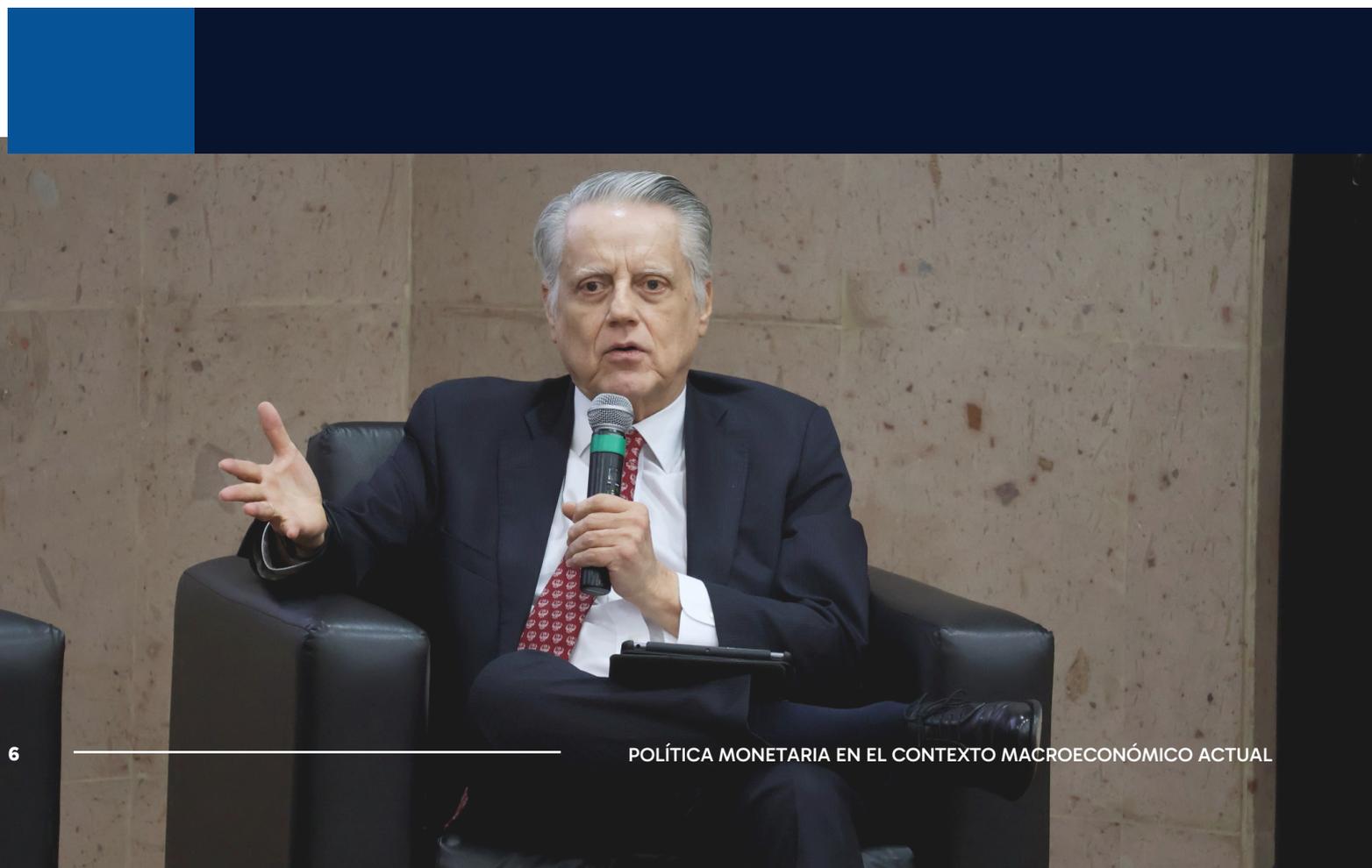
Con esa advertencia, me gustaría mencionar tres propuestas sencillas. La primera surge de mi experiencia de cuando yo era subgobernador y con frecuencia me preguntaban: “Oye, ¿y qué dice tu jefe? O sea, el gobernador”. Incluso, recuerdo que un director general de un banco comercial importante me hizo esa pregunta. Todos sabemos que los subgobernadores no son subordinados del gobernador. Si eso fuera, difícilmente podrían ejercer su voto de forma independiente.

Entonces, tenemos un problema que, en gran medida, tiene que ver con la semántica. Para superarlo, yo propondría un cambio de términos que resultaría sencillo y ayudaría a entender la función de los miembros de la Junta de Gobierno. Específicamente, podrían cambiarse las denominaciones: de gobernador a presidente de la Junta de Gobierno y de subgobernadores a gobernadores, algo parecido a las denominaciones de los miembros de la Junta de Gobierno del Sistema de la Reserva Federal (Fed) en Estados Unidos.

La segunda sugerencia propiciaría la equidad entre los miembros de la Junta de Gobierno en México: tener la figura de gerente general, como la tiene el Banco Central de Chile, donde el staff le reporta a esa persona, que no preside el Consejo, como allá se le llama a la Junta de Gobierno. Eso pondría a los cinco miembros de la Junta básicamente en el mismo nivel de acceso a la información y al apoyo del personal del Banco de México.

Y la tercera idea se la oí a mi ex colega, el licenciado Roberto del Cueto, que en paz descanse, y creo que es bastante buena: ¿por qué no extender la duración del mandato de los miembros de la Junta de Gobierno, digamos a once o doce años y eliminar la posibilidad de reelección? Con esta última exclusión desaparecerían los posibles incentivos de quedar bien políticamente con el presidente de la República para ser designado de nuevo y con el Senado para ser confirmado, de acuerdo con el procedimiento legal actual.

Creo que estas tres sencillas iniciativas fortalecerían la comunicación, la operación y la autonomía del Banco de México.



## Joana Chapa

Estupendo. Muchas gracias, Manuel. ¿Quieres comentar algo, Everardo?

## Everardo Elizondo

Una cosa.

## Joana Chapa

Adelante.

## Everardo Elizondo

Algo muy rápido, y es que el problema de la dominancia fiscal no se agota en el corto plazo. En el largo plazo, si el gobierno recurrentemente, significativamente, incurre en un déficit, tarde o temprano va a crear problemas, en el sentido de que su financiamiento a tasas de interés muy altas, determinadas por un banco central que quiere bajar la inflación, va a propiciar un entorno político en el que las presiones sobre el Banco no van a ser sólo de parte del gobierno, sino también de la sociedad.

Los pagadores de esas altas tasas de interés se van a aliar, por así decirlo, con el gobierno y van a exigir el fin de la restricción monetaria. Entonces, con este enfoque, en el largo plazo, la estabilidad es un problema fiscal, y si ese problema no está resuelto, tarde o temprano el banco central va a estar contra la pared para tratar de mantener el control de la inflación.

De manera que un cambio institucional que habría que hacer es, de alguna forma, "maniatar" al gobierno federal en lo que toca a la creación de desequilibrios presupuestales. Porque, de otra manera, el resultado puede ser una presión muy intensa. Y aquí vuelvo a los temas de Javier y de Manuel: la autonomía del Banco de México está en el artículo 28 constitucional, y está en una ley reglamentaria, que es la ley del Banco de México. Pero la Constitución no está escrita en bronce. Y en una constitución que ha sido bastante plástica, como la mexicana, para decirlo con caridad, las cosas pueden cambiar y alterar el punto fundamental de la autonomía del Banco. Los cambios constitucionales no son extraños en la historia económica-política mexicana.

## Acciones para mejorar el marco institucional



### 1

Integrar, de manera periódica, grupos de expertos de alto renombre conocidos por su imparcialidad, que puedan contribuir a analizar las políticas del Banco y dar una opinión franca al público de lo que se está haciendo. Esto debería ser acompañado de una total transparencia de las recomendaciones y de la respuesta de la institución a estas.



### 2

Proteger a su personal. Esto implica que debe tener la capacidad de retenerlo y de formarlo, por lo tanto, debe mantener el servicio de carrera con el que cuenta desde hace muchos años para asegurar que la institución tenga capital humano con la capacidad técnica requerida tanto para apoyar como para servir de contrapeso a la Junta de Gobierno.



### 3

Asegurar y mejorar la rendición de cuentas, así como la transparencia. La sociedad debe informarse al respecto, criticar en aquellos casos en los que no esté de acuerdo y proponer soluciones.



## 4

Cambiar las denominaciones de gobernador a presidente de la Junta de Gobierno y de subgobernadores a gobernadores, algo parecido a las denominaciones de los miembros de la Junta de Gobierno del Sistema de la Reserva Federal (Fed) en Estados Unidos. El objetivo tiene que ver con la semántica, porque algunos creen que los subgobernadores son subordinados del gobernador y no es así, si lo fuera, difícilmente podrían ejercer su voto de forma independiente.



## 5

Extender la duración del mandato de los miembros de la Junta de Gobierno, a once o doce años y eliminar la posibilidad de reelección. Con ello desaparecerían los posibles incentivos de quedar bien políticamente con el presidente de la República para ser designado de nuevo y con el Senado para ser confirmado, de acuerdo con el procedimiento legal actual.



## 6

Equidad entre los miembros de la Junta de Gobierno en México a través de la figura de gerente general, como la tiene el Banco Central de Chile, donde el staff le reporta a esa persona, que no preside el Consejo, como allá se le llama a la Junta de Gobierno. Eso pondría a los cinco miembros de la Junta básicamente en el mismo nivel de acceso a la información y al apoyo del personal del Banco de México.



## 7

Evitar que el gobierno federal incurra en desequilibrios presupuestales, ya que la estabilidad es un problema fiscal, y si ese problema no está resuelto, tarde o temprano el banco central va a estar contra la pared para tratar de mantener el control de la inflación.

## ¿Por qué Banxico no ha logrado converger a la meta del 3.0 por ciento después de veinte años de haberla establecido?

### Joana Chapa

Vamos a pasar a la siguiente ronda de preguntas. En este bloque vamos a hacer una pregunta dirigida a cada uno de los panelistas y después vamos a permitir algún comentario más corto, para abonar a la discusión. ¿Te parece que iniciemos contigo Manuel? Voy a leer la pregunta: ¿Por qué Banxico no ha logrado converger a la meta del 3.0 por ciento después de veinte años de haberla establecido? ¿Ayudaría a lograrlo reducir la meta puntual? ¿Digamos, a 2.5 por ciento, manteniendo el intervalo de variabilidad? ¿Tienes alguna sugerencia al respecto?

### Manuel Sánchez

Antes que nada, hay que recordar que somos jueces y partes de esta ausencia de logro.

### Joana Chapa

Del 3.0 por ciento.

**“La meta de inflación es el ancla de la política monetaria, dentro del esquema de objetivos que ha aplicado formalmente el Banco desde el 2001. Entonces, si esa ancla está moviéndose para todos lados, la política monetaria pierde efectividad”.**

**Manuel Sánchez**

### Manuel Sánchez

Exacto. Con humildad, pero sí tratando de ser constructivo, voy a hacer algunas observaciones. La primera es que yo creo que, sin desconocer muchas cosas que ha hecho bien, el Banco de México no ha tomado suficientemente en serio el objetivo de inflación. Esto se ve y resulta casi una definición, al tener en cuenta que desde que empezó el objetivo de 3.0 por ciento hace veintiún años, la inflación anual se ha ubicado en un promedio de 4.5 por ciento. Ni siquiera esta media ha estado dentro del intervalo, ese famoso intervalo de variabilidad alrededor de la meta, cuya culpa recae sobre el licenciado Elizondo porque se introdujo en sus tiempos. Mi comentario irreverente es, obviamente, una broma para provocar a mi amigo Everardo.

Tampoco las expectativas de inflación a diferentes plazos y de diferentes fuentes, incluyendo las encuestas de analistas y los instrumentos de mercado, se han anclado en el objetivo, sino que persistentemente se han ubicado por arriba. No obstante, en los pronósticos de inflación del Banxico, el objetivo siempre se ve adelante: algo a lo que nunca se llega o se llega de manera muy transitoria. Siempre está ahí en el futuro, con la confianza de que se va a lograr. Pero esta seguridad ha tenido pocos fundamentos, dados los resultados de inflación que he mencionado.

Con base en las expresiones públicas, tampoco pareciera que los miembros de la Junta estuvieran muy preocupados con la falta de rapidez con que se busca llegar al objetivo. Además, el Banco suele hablar del “balance de riesgos” respecto a sus pronósticos. Por mucho tiempo, ha mantenido que este balance está “sesgado al alza”. Recientemente, algunos miembros de la Junta han aclarado que ese sesgo

significa que la inflación podría bajar más lentamente de lo previsto, pero no que la inflación se revierta al alza.

Entonces, yo creo que prevalece un optimismo de que se va a llegar a algo a lo que casi nunca se llega. Esta esperanza se observa también en la preferencia del Banxico de enfatizar lo que se ha logrado, en lugar de lo que falta por lograrse. Por ejemplo, la inflación anual ha venido descendiendo desde su máximo en el tercer trimestre de 2022. A lo largo de la desinflación, el Banco ha subrayado la distancia de la inflación respecto al máximo, en lugar de la brecha de la inflación respecto al destino final que debería ser el 3.0 por ciento.

Hace falta que el Banxico institucionalmente diga: “estamos muy preocupados porque la inflación está un punto y medio por arriba del objetivo”, es decir, “no somos indiferentes ante esa desviación, aunque parezca insignificante”. Aquí, ojo, el tema no es tanto que a la economía le vaya a hacer mucha diferencia que la inflación sea 4.5 por ciento versus 3.0 por ciento. El punto central consiste en que la meta de inflación es el ancla de la política monetaria, dentro del esquema de objetivos que ha aplicado formalmente el Banco desde el 2001. Entonces, si esa ancla está moviéndose para todos lados, la política monetaria pierde efectividad.

De hecho, resulta sorprendente que el Banco no haya puesto en marcha un programa convincente para hacer que las expectativas de los analistas y del mercado se anclen en el objetivo. Creo que ha sido perjudicial parecer indiferente ante la aparente falta de credibilidad de la meta. La ausencia de acciones contundentes para fortalecer la credibilidad del compromiso ha sido parte del problema.

De paso y no para justificar al Banxico, hay que reconocer que la inclinación a subestimar el peligro de la inflación la compartió la mayoría de los bancos centrales en 2021, al considerar que el repunte inflacionario posterior al COVID-19 era un fenómeno transitorio, lo cual probó estar claramente equivocado.

Un diagnóstico cauteloso sobre las causas de la inflación es un área de oportunidad: no recurrir siempre a aspectos ajenos a la política monetaria, porque si es así, ésta no tiene mucho que hacer.

Además, en el combate de la inflación, yo creo que el Banxico ha “tirado la toalla” demasiado rápido. Una de las adiciones que tenemos los que estuvimos en el Banco de México es que continuamos leyendo las minutas de las reuniones de política monetaria, como si siguiéramos perteneciendo al Banco. De esta manera, yo me acuerdo de la minuta de la reunión de noviembre de 2020, cuando la inflación había caído momentáneamente cerca de 3.0 por ciento, como resultado básicamente de un desplome de la inflación no subyacente, es decir, la que excluye los elementos más volátiles del Índice Nacional de Precios al Consumidor (INPC). En esa ocasión, un miembro señaló la necesidad de “pasar de la actual postura monetaria, moderadamente expansiva, a una altamente acomodaticia y que además señalicemos que permanecerá así por un largo tiempo”. Eso fue cantar victoria prematuramente, ya que, al poco tiempo, la inflación tomó una prolongada y fuerte tendencia de alza.

Entonces, ¿qué se puede hacer para obtener mejores resultados? Pues yo creo que la solución no consiste en reducir el objetivo, por ejemplo, a 2.5 por ciento, como lo preguntan Joana. Tampoco convendría, como algunos lo han sugerido, redefinir el objetivo en términos de la inflación subyacente, porque la inflación general es la que enfrenta el consumidor. La desagregación del INPC en los subcomponentes subyacente y no subyacente es estrictamente de carácter analítico, para extraer tendencias y factores dominantes, no para inferir que solo una parte de los precios de la canasta de consumo es la que importa.

La solución es afianzar el ancla de la inflación en 3.0 por ciento, que es el objetivo. Para ello, el Banco debería definir, en la medida de lo posible, las condiciones en las que se siente cómodo de que la inflación se encuentra en una senda clara hacia la convergencia a la meta y las circunstancias en que cree que ya se alcanzó esa convergencia.

No se trata de unos cuantos datos. Por ejemplo, en el largo plazo, la inflación general se ha situado, en promedio, cerca de medio punto porcentual por arriba de la subyacente, como resultado de las presiones al alza de la no subyacente. Para sentirse cómodo con la convergencia al 3.0 por ciento, el Banxico podría aplicar una regla que diga algo así como: “necesitamos un número de meses significativamente grande en que la subyacente se encuentre en alrededor de 2.5 por ciento.”

**“Hay que reconocer que la inclinación a subestimar el peligro de la inflación la compartió la mayoría de los bancos centrales en 2021, al considerar que el repunte inflacionario posterior al COVID-19 era un fenómeno transitorio, lo cual probó estar claramente equivocado”.**

**Manuel Sánchez**

Ahora bien, la parte de la política monetaria que se deriva de ese compromiso puede ser también mejorable. Por ejemplo, desde mi época y la época del licenciado Elizondo, el Banco ha acostumbrado diagnosticar las alzas de la inflación con aspectos que no tienen mucho que ver con la política monetaria. Los choques de oferta son las explicaciones preferidas. Casi nunca, el Banxico ha reconocido institucionalmente la posibilidad de que la inflación responda a presiones de demanda agregada. Por lo general, prefiere referirse a presiones transitorias de oferta o a “efectos base de comparación”.

**“Ninguna de las dos modificaciones al esquema de objetivos de inflación, es decir, la incorporación del intervalo de variabilidad y la modalidad del esquema de objetivos de inflación con base en pronósticos, ha ayudado a la claridad en el compromiso del Banco de México con el 3.0 por ciento”.**

**Manuel Sánchez**

Y, finalmente, el Banxico debería aclarar bien cuál es el objetivo en la práctica. No es que yo vaya en contra de los intervalos, no es tampoco que me oponga a la meta de objetivos con base en pronósticos; pero desde mi punto de vista, ninguna de las dos modificaciones al esquema de objetivos de inflación, es decir, la incorporación del intervalo de variabilidad y la modalidad del esquema de objetivos de inflación con base en pronósticos, ha ayudado a la claridad en el compromiso del Banco de México con el 3.0 por ciento.

Respecto a la primera modificación, estoy consciente de que algunos bancos centrales usan intervalos como objetivos. Mi escepticismo nace de la aparente ambigüedad derivada de la convivencia del intervalo y el objetivo, que no le ha hecho bien a la seriedad con la que el Banco de México parece perseguir el 3.0 por ciento, supuestamente único objetivo. Muchos analistas interpretan que la meta efectiva es una inflación no mayor a 4.0 por ciento, la cual, como mencioné, en promedio tampoco se ha cumplido.

Respecto a la segunda modificación, existe toda una literatura formal en la materia, pero creo que, en la práctica, el Banco no ha manejado el esquema con claridad, de manera que no le ha ayudado. En ese esquema, los pronósticos son un objetivo intermedio, como el pasado fue la base monetaria o algún otro agregado monetario que supuestamente exhibía una buena correlación con la inflación. Aquí también los pronósticos son como un objetivo intermedio para llegar al objetivo final, que es el 3.0 por ciento de inflación. Hay varios aspectos que puedo citar, incluyendo la nula correlación de los pronósticos de inflación con la inflación misma y la errática respuesta de política monetaria ante los cambios de pronóstico de inflación, en los que uno se da cuenta de que realmente no ha sido un buen instrumento que ayude al público a comprender la función reacción del Banxico.

Entonces, yo creo que sería preferible que el Banxico abandonara, de una buena vez, el intervalo de variabilidad y el esquema de objetivos con base en pronósticos, para establecer con claridad que la única meta de inflación es el 3.0 por ciento.



## Inflación

El Banco de México no ha tomado suficientemente en serio el objetivo de inflación. Esto se ve y resulta casi una definición, al tener en cuenta que desde que empezó el objetivo de 3.0 por ciento hace veintinueve años, la inflación anual se ha ubicado en un promedio de 4.5 por ciento.

1

Las expectativas a diferentes plazos y de diferentes fuentes, incluyendo las encuestas de analistas y los instrumentos del mercado, no se han anclado en el objetivo, sino que persistentemente se han ubicado por arriba.

2

Con base en las expresiones públicas, pareciera que los miembros de la Junta estuvieran muy preocupados con la falta de rapidez con que se busca llegar al objetivo. Además, el Banco suele hablar del “balance de riesgos” respecto a sus pronósticos. Por mucho tiempo, ha mantenido que este balance está “sesgado al alza”.

3

La meta de inflación es el ancla de la política monetaria, dentro del esquema de objetivos que ha aplicado formalmente el Banco desde el 2001. Si esa ancla está moviéndose para todos lados, la política monetaria pierde efectividad.

### Joana Chapa

Muchas gracias, Manuel. Adelante, Everardo.

### Everardo Elizondo

Gracias. Creo que tengo derecho a la réplica. He sido economista a lo largo de muchos años o, cuando menos, licenciado en Economía. He sido acusado de varias cosas, pero en este caso particular soy inocente. El llamado intervalo de variabilidad es una criatura del Banco de México. Si acaso, yo asumo la responsabilidad por la frase. En todo caso, mi aportación fue lingüística.

**“En términos de comunicación, el manejo del concepto de intervalos, por parte de las autoridades, no ha sido el mejor, y ha posibilitado el que la meta de 3.0 por ciento no sea el punto focal de la atención del público, ni de los analistas”.**

Everardo Elizondo

De hecho, entiendo que la idea de un intervalo nació en el Banco de Nueva Zelanda en 1990, al mismo tiempo que la noción de combatir la inflación fijando una meta cuantitativa. El intervalo se estableció entonces entre 0.0 y 2.0 por ciento. Y luego, no me acuerdo cuántos años después, se mantuvo la noción del intervalo, pero se cambiaron los límites a un por ciento en la parte inferior y a 3.0 por ciento en la superior; y todavía hubo un tercer cambio en el intervalo. Ya no recuerdo de qué magnitud, pero insisto, la idea de los intervalos no es original del Banco de México, no es de Everardo Elizondo. Esa acusación del Doctor Sánchez está infundada. Pero dicho eso, estoy de acuerdo con lo demás. Yo creo que, en términos de comunicación, el manejo del concepto de intervalos, por parte de las autoridades, no ha sido el mejor, y ha posibilitado el que la meta de 3.0 por ciento no sea el punto focal de la atención del público, ni de los analistas.

Si me acuerdo bien, la noción del intervalo era una forma de aceptación de la ignorancia, en el sentido de reconocer que situarse siempre en el 3.0 por ciento, puntualmente, es imposible. Una y otra vez van a ocurrir choques de oferta o choques de demanda que nos van a desviar, pero no nos deben desviar mucho, ni hacia arriba ni hacia abajo. Claro, en el caso de México el hacia abajo ha sido casi irrelevante, porque la inflación ha estado apenas unas cuantas veces por debajo del 3.0 por ciento, lo que ha motivado el tipo de comentarios y de actitudes que comentaba Manuel.

Vuelvo por un momento al caso de Nueva Zelanda. Cuando en esa economía se adoptó el esquema de objetivos de inflación, con intervalos, la inflación creo que rondaba el 15.0 por ciento. Lo que recuerdo muy bien es que el banco central llevó su tasa de interés al quince por ciento. En palabras llanas, "sacó el garrote".

Así pues, el banco estableció la meta y actuó en consecuencia. El resultado fue, por supuesto, que la inflación, un par de años después, andaba en el 2.0 por ciento. Eso es lo que creo que, en el fondo, consiste la argumentación de Manuel. Insisto: en lo que yo estoy de acuerdo es en que hay que fijar el objetivo y, luego hablar en concordancia y, sobre todo, actuar firmemente en concordancia. Sobre esto último me parece oportuna una cita de Michael Woodford. La comunicación adecuada es muy importante para el manejo de las expectativas del público, que es crucial en la situación actual de los mercados financieros. Manejar las expectativas es casi tan importante como manejar la tasa de interés. Para que ello sea eficiente, el banco central debe tener credibilidad.

Y para ser creíble, la única receta que conozco es la más simple de todas: hay que hacer compatibles los dichos con los hechos. Si se dice una cosa y no se actúa en consecuencia, la credibilidad no puede sostenerse.

**“Manejar las expectativas es casi tan importante como manejar la tasa de interés. Para que ello sea eficiente, el banco central debe tener credibilidad”.**

**Everardo Elizondo**

## **Joana Chapa**

Muchas gracias, Everardo. Vamos a pasar a la pregunta para Javier. Javier, algunos analistas han calificado....

## **Javier Guzmán**

¿No tengo oportunidad de comentar sobre este...?

## Everardo Elizondo

Si me vas a apoyar, sí.

## Joana Chapa

Tenemos poco tiempo, pero si eres breve, adelante.

## Javier Guzmán

Aunque coincido con los comentarios de Everardo y Manuel, me gustaría introducir un matiz respecto a porqué el Banco de México no ha logrado hacer que la inflación converja a la meta del 3.0 por ciento.

Estoy de acuerdo en que el principal responsable del control de la inflación es el Banco de México. También comparto la opinión de que el Banco ha tenido áreas de oportunidad a lo largo de los años. ¿Pudo haber sido mejor la política monetaria en distintas etapas? Por supuesto. Sin embargo, lo anterior no quiere decir que el Banco de México puede controlar la inflación por sí solo.

La economía mexicana es muy abierta y en consecuencia expuesta a muchos choques. Les pondría un ejemplo reciente: la pandemia, que tuvo un efecto muy fuerte en la tasa de inflación. La responsabilidad del Banco de México es regresar la inflación a la meta en cierto periodo. Pero evidentemente un choque como el de la pandemia va a provocar una desviación de la meta, que puede extenderse por un periodo prolongado.

En segundo lugar, Everardo y Manuel señalaron que tenemos una limitante por el lado de las finanzas públicas. Este año estamos viendo una política fiscal expansiva, tenemos una economía sobrecalentada. Evidentemente eso presiona la inflación. El Banco de México tiene que responder, pero la orientación de la política fiscal contribuye a desviar la inflación del objetivo. Y el otro problema, que es todavía más grave, que comentaban Everardo y Manuel: las finanzas públicas tienen una debilidad estructural. La deuda pública es en apariencia relativamente reducida, pero en el mediano plazo o incluso antes enfrentan un problema sumamente serio que también tiene repercusiones sobre la inflación.

Tercer punto. La oferta también juega en el control de la inflación. El principal problema que enfrentamos en México en este frente es un comportamiento de la productividad increíblemente malo. Una tasa de crecimiento anual promedio negativa durante un periodo muy prolongado, que obviamente complica una respuesta del lado de la oferta para hacer frente a la inflación.

Mi último comentario es sobre el tema salarial. La política salarial en México en los últimos años se ha concentrado en un objetivo numérico, sin tomar en cuenta la evolución de la productividad.

Por tanto, si bien es cierto que el principal responsable de la política monetaria es el Banco de México y que ha habido etapas en las que la política monetaria pudo haber sido mejor, también es cierto que, en un contexto como el descrito, el Banco enfrenta una tarea titánica.

## Joana Chapa

Estupendo, Javier, continuando con la pregunta dirigida a ti: algunos analistas han calificado la actual postura monetaria de México como excesivamente restrictiva. Argumentan que eleva el costo del crédito, inhibe la inversión y el crecimiento. Al respecto, ¿cuáles consideras que son los principales canales de transmisión de la política monetaria en el país? En las circunstancias actuales, ¿es necesario frenar la actividad económica para lograr la convergencia de la inflación a la meta? ¿Qué puedes comentarnos al respecto?

## Javier Guzmán

Primera pregunta: los canales de transmisión de la política monetaria. La mayoría de los bancos centrales, para controlar la inflación, usan como principal instrumento la tasa de interés. Está influye en la inflación a través de diversos canales. Estos canales son los mecanismos de transmisión. ¿Cuáles son los más importantes en México?

Yo diría que son tres. Primero, el canal de crédito. Un incremento de la tasa de interés afecta las tasas de interés de corto, mediano y largo plazo. Eso incide en el consumo y la inversión. ¿Y por qué incide en el consumo y en la inversión? Porque endeudarse es más costoso. Esto tiene un efecto en la demanda agregada que repercute en la inflación.

En el caso de México, ¿qué tan relevante es este canal? El problema es que el crédito, como proporción del PIB, es relativamente pequeño comparado con economías similares a la mexicana, no se diga con las economías avanzadas. Por otro lado, los niveles de inclusión financiera en el país son sumamente bajos. Así, este canal tiene más limitantes que en otros países.

El segundo canal es el tipo de cambio. La economía mexicana es muy abierta a los movimientos de capitales: un ajuste de la tasa de interés influye de manera importante, al hacer menos o más atractivos los activos financieros denominados en pesos en relación a otras economías, lo que provoca movimientos del tipo de cambio que inciden en la inflación. El traspaso del tipo de cambio a la inflación ha disminuido con el curso del tiempo y hoy en día, después de esfuerzos de muchos años, ese traspaso es relativamente bajo. ¿Le quita esto importancia al canal del tipo de cambio? No. De observarse movimientos bruscos en la paridad peso dólar, aunque el traspaso sea pequeño, puede registrarse un impacto importante en la inflación. Además, la relación entre el tipo de cambio y la inflación no necesariamente es lineal. Es decir, se puede hacer mucho más importante, con depreciaciones fuertes del tipo de cambio, sobre todo si no hay una respuesta adecuada de las autoridades.

Tercer canal, que enfatizaba hace un momento Everardo: las expectativas. La política monetaria funciona mucho sobre la base de señales que da el banco central. Por ejemplo, si el Banco de México

**“Los canales de transmisión más importantes en la actualidad son el tipo de cambio y el de expectativas, y probablemente es más importante el de expectativas, porque hay una tendencia de los agentes económicos a prestar más atención al panorama prospectivo, de ver hacia adelante”.**

**Javier Guzmán**

decide aumentar la tasa de interés, los mercados lo toman como una actitud prudente y ajustan sus expectativas de inflación. Hoy en día, los precios se determinan en buena medida en función de lo que están esperando los agentes económicos dentro de cierto periodo de tiempo. Por tanto, las señales del banco central son fundamentales.

Yo les diría que los canales de transmisión más importantes en la actualidad son el tipo de cambio y el de expectativas, y probablemente es más importante el de expectativas, porque hay una tendencia de los agentes económicos a prestar más atención al panorama prospectivo, de ver hacia adelante.

Segunda pregunta. ¿Era o es necesario frenar la actividad económica en las circunstancias actuales? Si ven las estadísticas para el año pasado y los indicadores de holgura publicados por el Banco de México, claramente lo que había era un sobrecalentamiento de la economía. La economía se está desacelerando este año. ¿Podemos concluir que ya se solucionó el problema? Definitivamente que no.

Para empezar, no queda claro que esa desaceleración sea suficiente para eliminar el sobrecalentamiento. En segundo lugar, con las elecciones presidenciales por delante existe un incentivo para incrementar el gasto del gobierno. En tercer lugar, el mercado laboral está sumamente apretado, lo que se está reflejando en presiones sobre los salarios. Y además de eso, la política salarial no está tomando en cuenta el comportamiento de la productividad. Entonces, definitivamente, hay una necesidad de frenar el crecimiento de la economía.

Los determinantes de las presiones sobre los precios se reflejan en el comportamiento de los componentes de la inflación. El problema más serio está en la inflación de servicios, que es la que tiene mayor relación con los factores internos. Este componente no solamente registra cifras elevadas, de alrededor de 5.4%, sino que además no muestra una tendencia a la baja.

Tercera pregunta. ¿Es la postura monetaria excesivamente restrictiva? Desde mi punto de vista, no. Es cierto que la tasa real de interés es muy elevada, de alrededor de 7.0%. Pero, como les comentaba hace un momento, la economía está sobrecalentada y resintiendo presiones por el lado salarial. Además, las expectativas de inflación para finales de este año, para finales del año entrante, para el largo plazo, están por encima de lo que está proyectando el Banco de México. Éste espera que la meta

**“El problema es que aún con esas tasas de interés tan elevadas, los analistas y el mercado en general, no creen que se vaya a cumplir con el objetivo de inflación. Todo lo anterior sugiere que la postura monetaria actual no es excesivamente restrictiva”.**

**Javier Guzmán**

de inflación se cumpla en el segundo trimestre del año entrante. El problema es que aún con esas tasas de interés tan elevadas, los analistas y el mercado en general, no creen que se vaya a cumplir con el objetivo de inflación. Todo lo anterior sugiere que la postura monetaria actual no es excesivamente restrictiva.

## Joana Chapa

Everardo, ¿deseas agregar un comentario?

## Everardo Elizondo

Sí, uno muy rápido. Efectivamente, en cuanto al canal del crédito, según comentaba yo recientemente en un encuentro, resulta que las tasas de crecimiento del crédito otorgado por la banca comercial al sector privado de la economía siguen siendo muy altas, aún si se descuenta la inflación. Estamos hablando, en el caso de crédito al consumo, de tasas de crecimiento, en términos reales, del 10.0%, del 11.0%. También en el crédito hipotecario las variaciones han sido elevadas.

De manera que, por esa vía, en la práctica, la política monetaria no parece ser muy restrictiva. Entonces, quedan los canales que explicó muy bien Javier. Y en el caso concreto del canal del tipo de cambio, efectivamente el llamado traspaso ha disminuido, entre otras razones, por una muy sencilla: porque cuando el tipo de cambio es libre, como es desde 1995 (y con el paso del tiempo volviéndose cada vez más libre), los agentes económicos no tienen, como en el pasado, la certeza de que, si el tipo de cambio se devaluaba, que esa es la terminología correcta para la época, el impacto iba a ser hacia arriba. Ahora, sin embargo, cuando el tipo de cambio se deprecia el agente económico no tiene la certeza de que no vaya a regresar, que no se vaya a apreciar. En consecuencia, si frente a una depreciación ajusta los precios al alza, corre el riesgo de tener que ajustarlos a la baja cuando el tipo de cambio se regrese, y ello tiene costos de operación. Ese elemento de incertidumbre implícito en el esquema de flotación tiene también efectos sobre el curso de la inflación. De manera que queda vigente, como yo insistí, y como Javier enfatizó con toda razón, el canal de las expectativas. Y volvemos al punto de la credibilidad y la consistencia entre acciones y dichos.

**“Hay que evaluar la postura monetaria en términos de sus resultados, no en términos de adjetivos como “excesivo” o “no excesivo”.**

**Manuel Sánchez**

## Joana Chapa

Adelante Manuel.

## Manuel Sánchez

Sí, yo creo que hay que evaluar la postura monetaria en términos de sus resultados, no en términos de adjetivos como “excesivo” o “no excesivo”. Durante casi tres años, el Banco de México aplicó incrementos sucesivos a la tasa de interés de referencia, que es el instrumento de la política monetaria en México y en marzo pasado la redujo marginalmente.

A pesar del apretamiento monetario, lo que hemos visto en fechas recientes es un estancamiento del avance en la reducción de la inflación. En los últimos siete meses la inflación general ha promediado 4.5 por ciento, y la inflación subyacente de servicios, que es la que generalmente uno imagina como más impactada por la política monetaria, se ha mantenido en alrededor de 5.3 por ciento durante los últimos diez meses. Entonces afirmar que la restricción monetaria es “excesiva”, nada más por usar ese término, me parece inadecuado. Lo importante es que no parece suficientemente efectiva.

Milton Friedman decía que la política monetaria ejercía efectos con rezagos largos y variables. Desde luego que hay rezagos en la política monetaria, pero el Banco de México ya lleva casi tres años apretando más o menos. Entonces, yo creo que, por el repaso que acaba de dar Javier, pareciera que la mayoría de los canales tradicionales de transmisión de la política monetaria han sido poco potentes.

En ocasiones, algunos comentaristas han tratado de defender al Banco de México aduciendo que la política monetaria no ha hecho daño al crecimiento económico. Pero los canales de transmisión en general, excepto tal vez el de expectativas, tenderían a traducirse en un debilitamiento de la actividad económica. Porque, al menos en teoría, excluyendo el de expectativas, los canales de transmisión de un apretamiento monetario se manifestarían en un menor dinamismo del consumo y, en especial, de la inversión, lo cual no ha ocurrido.

Si el canal de expectativas fuera muy robusto, entonces la estabilización requeriría un menor apretamiento monetario, que generaría un bajo sacrificio económico.

Me parece que los dos canales que han estado funcionando claramente son el de tipo de cambio y, en menor medida, el de las expectativas. Y yo alabo al Banco de México porque, en sus informes trimestrales, no ha dudado en presentar las expectativas de inflación a largos plazos, extraídas de instrumentos de mercado, las cuales no han bajado e, incluso, se encuentran por arriba de las de 2019. Ahí, lo que está mostrando el propio Banco, con toda honestidad, es que los mercados financieros no parecen creerle a su compromiso con la meta.

De esta manera, los que argumentan, a favor del Banco, de que la política monetaria no ha debilitado a la economía implícitamente están reconociendo que la política monetaria ha sido poco efectiva.

Un último apunte: un miembro de la Junta de Gobierno ha sostenido de manera reiterada que la tasa de interés real ex-ante debería encontrarse en un intervalo entre 7.0 y 7.5 por ciento. Me parece que es una guía debatible, que ha tendido a enfocar la atención en el nivel de la tasa, en lugar del nivel de la inflación y su distancia con el objetivo. Yo recomendaría más bien una actitud de humildad para continuar explorando la postura monetaria que conduzca a la convergencia inflacionaria con el objetivo.

## Canales de transmisión de política monetaria en México

Crédito	Tipo de cambio	Expectativas
<p>Un incremento de la tasa de interés afecta las tasas de interés de corto, mediano y largo plazo. Eso incide en el consumo y la inversión.</p>	<p>La economía mexicana es muy abierta a los movimientos de capitales: un ajuste de la tasa de interés influye de manera importante, al hacer menos o más atractivos los activos financieros denominados en pesos con relación a otras economías, lo que provoca movimientos del tipo de cambio que inciden en la inflación.</p>	<p>La política monetaria funciona mucho sobre la base de señales que da el banco central. Por ejemplo, si el Banco de México decide aumentar la tasa de interés, los mercados lo toman como una actitud prudente y ajustan sus expectativas de inflación.</p>

Relevancia		
<p>El crédito, como proporción del PIB, es relativamente pequeño comparado con economías similares a la mexicana, no se diga con las economías avanzadas. Por otro lado, los niveles de inclusión financiera en el país son sumamente bajos. Así, este canal tiene más limitantes que en otros países.</p>	<p>El traspaso del tipo de cambio a la inflación ha disminuido con el curso del tiempo y hoy en día, después de esfuerzos de muchos años, ese traspaso es relativamente bajo. Sin embargo, de observarse movimientos bruscos en la paridad peso dólar, aunque el traspaso sea pequeño, puede registrarse un impacto importante en la inflación. Además, la relación entre el tipo de cambio y la inflación no necesariamente es lineal.</p>	<p>Actualmente los precios se determinan en buena medida en función de lo que están esperando los agentes económicos dentro de cierto periodo de tiempo. Por tanto, las señales del banco central son fundamentales.</p>

## Everardo Elizondo

Yo tengo un apunte, si se me permite un minuto. Quiero abordar un tema complejo. Me refiero al papel de la tasa de interés real. Tiene un pequeño problema. Creo que es tanto teórico como práctico. Me explico: si a partir del juicio de que la tasa real es excesivamente alta, el banco central afloja la tasa nominal, lo que va a hacer es empeorar las expectativas, y en consecuencia la tasa real se va a reducir y la política monetaria va a ser menos restrictiva.

Pensando en eso, el argumento me parece circular. No me convence la idea de medir el grado de restricción de la política monetaria en función de una cosa tan débil como esa noción.

## Joana Chapa

Gracias, Everardo. Continuamos con tu pregunta.

Es una pregunta muy interesante en el contexto actual. Recientemente, el tipo de cambio descendió por primera vez por debajo de los 17.5 pesos por dólar, al nivel que no se veía desde agosto del 2015. Muchos analistas atribuyen el denominado súper peso a la postura monetaria restrictiva de México y argumentan que, al apreciarse excesivamente el peso, se inhiben el nivel de las exportaciones y el crecimiento del país. ¿A qué responde la fortaleza del peso? ¿Es necesaria para mantener la estabilidad de precios? ¿Existe el riesgo de un ajuste brusco que dispare la inflación? ¿Qué nos puedes contar al respecto?



**“Si ha ocurrido una apreciación del peso es, cuando menos en una parte, por factores externos, que no tienen nada que ver con la política monetaria, específicamente del Banco de México. Hay otras causas. Este es un asunto multifactorial. El tipo de cambio es una variable de interés, pero sin teorías de relevancia”.**

**Everardo Elizondo**

## Everardo Elizondo

Perdón, pero creo que hubo una rifa de las preguntas y yo me saqué la peor. Pero, en todo caso, lo que puedo decir al respecto son varias cosas muy rápidas, porque ya no tenemos mucho tiempo y creo que ustedes ya tienen más hambre física que intelectual.

Voy a ser breve. Primero, es cierto, ha habido una apreciación nominal muy importante, y si uno quiere exagerar, como he oído muchas veces, se trata de 30.0 por ciento de apreciación. Para ese cálculo, se toma el pico alcanzado durante la pandemia y se compara con el tipo de cambio de 16.5 o 17.0 pesos por dólar reciente. No es apropiado, porque los 24.0 pesos por dólar de entonces no duró, simplemente porque no tenía suficiente base.

Pero si uno quiere dramatizar el asunto, pues el 30.0 por ciento es un buen número. Ahora bien, lo más importante es que ha habido una apreciación real. La variable que verdaderamente debería ser el foco de la atención de los analistas es el tipo de cambio real. Pero el concepto del tipo de cambio real no es por lo común del dominio público.

Lo que calcula el Banco de Pagos Internacionales y lo que calcula el Banco de México como tipo de cambio real, muestra una apreciación importante. ¿Desde cuándo? Desde el 2014. Y es del orden de entre 7.0 y 8.0 por ciento. A ese dato hay que agregar inmediatamente una serie de calificativos. Uno es que esto no ha sido peculiar de México. Si uno ve la trayectoria de las variables

económicas relevantes encuentra que los tipos de cambio reales de Brasil, de Colombia, de Chile y de México, han pasado por periodos similares.

Primero, depreciaciones muy fuertes. Específicamente, en el caso del 2020, y luego una recuperación. La apreciación ha sido más aguda en el caso mexicano, al menos recientemente. Sin embargo, hubo un momento en que la apreciación del peso mexicano no era tan fuerte como la del peso chileno. De repente, hace poco, el peso chileno se depreció significativamente, pero el peso mexicano no lo siguió.

Otro indicador también interesante al respecto, más que interesante, relevante, es que el Fed prepara un índice del valor del dólar con respecto a monedas de países en desarrollo o emergentes, y ha tenido una depreciación importante, del orden de 10.0 por ciento en los pasados cinco años. Con ello, lo que quiero decir es que, si ha ocurrido una apreciación del peso es, cuando menos en una parte, por factores externos, que no tienen nada que ver con la política monetaria, específicamente del Banco de México. Hay otras causas.

Desde luego, siempre es así. Este es un asunto multifactorial, como dicen muchos analistas. Cuando uno se expresa de esa manera, me parece que no tiene una buena explicación a mano. No tiene clara ni la causalidad teórica ni la evidencia empírica suficiente.

O como decía Manuel, y aquí te voy a citar. Si lo hago mal, me corriges, por favor. El tipo de cambio es una variable de interés, pero sin teorías de relevancia.

Por ejemplo, la más popular, según la cual la apreciación resulta de los diferenciales de tasas de interés entre México y el exterior. El problema es que eso no parece estar explicando realmente lo que está pasando con el tipo de cambio. Yo comenté esto con Javier en otra ocasión. Si uno echa una ojeada a las estadísticas, resulta que no, no ha habido una entrada de capitales. Lo que ha habido es al revés, es una salida en la forma de una reducción de la tenencia de valores gubernamentales por parte de extranjeros. No está ahí el asunto. Hay un diferencial de cinco o seis puntos porcentuales en las tasas de interés. Pero eso no se ha reflejado en un boom de la Bolsa de Valores, ni en el mercado de bonos.

Entonces, ¿dónde está el diferencial de tasas de interés como factor explicativo? Supongo que, en el mercado internacional, no en el mercado cambiario de México. He comentado esto algunas veces sin ningún resultado. No me he sabido explicar bien, porque no tengo suficientes bases.

Las operaciones en pesos en el mercado internacional son de cientos de millones de dólares diarios. ¿Y por qué se usa el peso como moneda para ese tipo de transacciones? Lo que he oído es que el peso es la moneda cuyo mercado es más profundo y más amplio. Eso lleva a otra pregunta: ¿Por qué es tan profundo y tan amplio el mercado de pesos en el nivel internacional?

No lo sé, pero las estadísticas del Banco de Pagos Internacionales sirven para cuantificar la situación, y vale la pena consultarlas. Lo que yo hice fue examinar los datos, y publiqué lo que encontré en un artículo para El Norte y Reforma. Específicamente, vi la trayectoria del diferencial de tasas de interés en puntos porcentuales a lo largo de varios años, y la puse junta con la trayectoria del tipo de cambio.

Y, bueno, no se necesita ser un experto en estadística para ver que ahí no hay correlación alguna visible. Por ejemplo, cuando Banxico mantuvo su tasa objetivo en 4.0 por ciento y el Fed la llevó a cero por ciento, no ocurrió nada dramático con el tipo de cambio del peso.

Ahora el diferencial es de cinco o seis puntos porcentuales, y el tipo de cambio parece tener una dinámica que, cuando menos a mis ojos, no sugiere que dicho diferencial sea una explicación muy convincente. Lo que sí es importante es unir el factor mencionado con la consideración de la percepción de riesgo.

Por lo que sabemos, el tipo de operaciones a las que me refiero es de corto plazo, y la percepción actual es que el riesgo cambiario es bajo. La vulnerabilidad de las finanzas públicas existe, pero no es relevante para pasado mañana. Nadie está esperando, creo yo, que ocurra una crisis fiscal de aquí al cierre del año.

Yo creo que va a haber un problema grave en el 2025, o en el 2026, no sé cuándo. Sin embargo, para operaciones de corto plazo en el mercado cambiario internacional, ello no es significativo. Esa noción está avalada, entre otras cosas, por las agencias calificadoras, que se preocupan por distintos factores, pero que no lo manifiestan en la calificación que otorgan referente a un horizonte corto. Eso les da tranquilidad a los inversionistas y entonces aprovechan la oportunidad de ganancia. Pienso que esto es que es una parte de la explicación.

Ahora, la última parte de la pregunta se refiere a las consecuencias de la apreciación.

Según un punto de vista que he escuchado con frecuencia, es difícil entender cómo puede la economía mexicana aguantar una apreciación nominal del 30.0 por ciento. Pero, en la práctica, no se ven las implicaciones negativas alegadas. Las exportaciones siguen creciendo y no hay una explosión de importaciones. De hecho, no hay ninguno de los elementos de la cuenta corriente que indique la proximidad de una crisis.

En cuanto al crecimiento de la economía, vale recordar que el año pasado el PIB creció arriba de 3.0 por ciento, bien por encima de lo previsto al final del 2022. Para este año, la expectativa es que el crecimiento se reduzca, pero tampoco eso puede atribuirse todavía a la apreciación del peso.

Las anécdotas son buenas para ilustrar un argumento, pero no equivalen al argumento en sí. Al plantear una tesis lo importante es usar una teoría pertinente, y luego apoyarla con evidencia empírica.

**“No digo que el “súper peso” no tenga consecuencias negativas, digo simplemente que no son evidentes hasta ahora. La situación se puede descolocar en algún momento, por supuesto”.**

**“Lo que hay que cotejar para discutir la competitividad de la economía es el diferencial de costos unitarios de la mano de obra entre México y Estados Unidos, o cualquier otro de los países con los que se comercia. Ese es el verdadero tipo de cambio real del que hay que preocuparse”.**

**Everardo Elizondo**

Como quiera, voy a recurrir a una anécdota, porque la vi apenas antier publicada en el periódico.

Se trata de una noticia en la página de negocios, y dice: “Libran autopartes al súper peso”, y luego agrega que la apreciación del peso sigue sin afectar a las exportaciones de autopartes de México a Estados Unidos, pues en el primer trimestre del año estas marcaron un récord, lo que representó un aumento de 10.0 por ciento.

Pero entonces, ¿dónde está la evidencia? Cuando menos esa parte de la exportación de manufacturas no parece haber sido afectada por el súper peso. Esa es la anécdota.

Me voy más atrás. Hace muchos años, con el apoyo de alguien que sabe bastante de estadística, hice un análisis de la relación entre las exportaciones de manufacturas y dos variables principales: el tipo de cambio real y un indicador de la situación de la economía de Estados Unidos. Y encontramos lo que era de esperarse. Las dos tenían coeficientes significativos, pero la más importante era el ingreso en los Estados Unidos.

En los tiempos que corren, la economía de Estados Unidos está creciendo por encima de lo normal, y eso se refleja en una demanda vigorosa de bienes mexicanos que, con todo y el “súper peso” sigue creciendo, y sigue creciendo a tasas significativas como la mencionada. De manera que, no digo que el “súper peso” no tenga consecuencias negativas, digo simplemente que no son evidentes hasta ahora. La situación se puede descolocar en algún momento, por supuesto.

Cuando uno discute este tipo de temas, lo apropiado es echar mano de ciertos números y argumentar con algo de substancia, en lugar de acogerse a términos sonoros como ese del “súper peso” y derivar de ahí afirmaciones tremendistas.

Tengo todavía un minuto y voy a usarlo en un punto adicional. Cuando se quejan algunos de los exportadores, del impacto del tipo de cambio apreciado sobre el valor de sus ventas, se les olvida un detalle, que es reconocer el impacto del “súper peso” en el valor de sus compras. Porque una buena parte de lo que exportan lo adquieren en el exterior.

Entonces, lo único que debe preocupar es exactamente lo que se mencionó aquí: qué pasa con el valor agregado nacional. Eso es lo importante, y ahí ha habido desafortunadamente un problema, que consiste en la combinación de un aumento del costo de la mano de obra con un estancamiento de la productividad. Eso se traduce en un alza del costo unitario de la mano de obra.

Lo que hay que cotejar para discutir la competitividad de la economía es el diferencial de costos unitarios de la mano de obra entre México y Estados Unidos, o cualquier otro de los países con los que se comercia. Ese es el verdadero tipo de cambio real del que hay que preocuparse.

Creo que, si no agoté el tema, sí agoté el tiempo disponible.

## Joana Chapa

Manuel, ¿deseas agregar algo?

**“Las remesas y las exportaciones manufactureras representaron el 1.4 por ciento y el 0.1 por ciento del volumen de operación diario del peso”.**

**“Al menos por su importancia relativa, estos elementos difícilmente explicarían la fortaleza de nuestra moneda”.**

**Manuel Sánchez**

## Manuel Sánchez

Para completar, el Banco de Pagos Internacionales realiza cada tres años una encuesta de transacciones cambiarias de todas las monedas con los intermediarios financieros del mundo. La última que hizo fue en abril de 2022 y revela datos muy interesantes. Estos tienen implicaciones en las explicaciones “multifactoriales” a las que hizo alusión el licenciado Elizondo. Los analistas cambiarios frecuentemente sacan nuevos factores de explicación sobre la fortaleza del peso y dos que son muy socorridos son las remesas y las exportaciones manufactureras.

Resulta que, de acuerdo a esta encuesta, de los 114 mil millones de dólares que se negocian diariamente en el mercado del peso a nivel mundial, el 82.0% ocurre entre dos contrapartes que no están domiciliadas en México, es decir, no pasan por la balanza de pagos. Así los elementos de la balanza de pagos mencionados frecuentemente por los analistas resultan relativamente insignificantes, a la luz del gran volumen mundial de transacciones del peso. Por ejemplo, con datos de la balanza de pagos de 2022, las remesas y las exportaciones manufactureras representaron el 1.4 por ciento y el 0.1 por ciento del volumen de operación diario del peso. Al menos por su importancia relativa, estos elementos difícilmente explicarían la fortaleza de nuestra moneda.

## Tipo de cambio real El "súper" peso

El Banco de Pagos Internacionales y el Banco de México calculan que el peso registra una apreciación importante de entre 7.0 y 8.0 por ciento desde 2014.

Según el Fed el dólar con respecto a monedas de países en desarrollo o emergentes, ha tenido una depreciación del orden de 10.0 por ciento en los pasados cinco años

### Exportaciones / Importaciones

La economía de Estados Unidos está creciendo por encima de lo normal, y eso se refleja en una demanda vigorosa de bienes mexicanos que, con todo y el "súper peso" sigue creciendo a tasas significativas.

Los exportadores registran el impacto del "súper peso" en el valor de sus compras. Porque una buena parte de lo que exportan lo adquieren en el exterior.

El "súper peso" no es problema; la afectación está en la combinación de un aumento del costo de la mano de obra con un estancamiento de la productividad.

Lo que hay que cotejar para discutir la competitividad de la economía es el diferencial de costos unitarios de la mano de obra entre México y Estados Unidos, o cualquier otro de los países con los que se comercia.

Ese es el verdadero tipo de cambio real del que hay que preocuparse.

## Joana Chapa

Muchas gracias, Manuel. Para cumplir con los tiempos voy a pasar a la tercera ronda de este día. La cual involucra que nos compartan una reflexión final y nos hablen un poco sobre el futuro. Voy a empezar contigo, Javier.

Javier, ¿cuáles son los principales retos que se vislumbran para los bancos centrales y en especial para el Banco de México?

**“En específico, la tarea que tenemos adelante es recorrer exitosamente esa última milla del combate a la inflación, objetivo por cierto bastante complicado”.**

**Javier Guzmán**

### Javier Guzmán

Yo destacaré cuatro retos.

Primero. A lo largo de las últimas dos décadas, la economía mundial se ha visto impactada por una serie de choques, que por supuesto han incidido en el quehacer de los bancos centrales. De hecho, la política monetaria, se transformó de una manera que no nos habríamos podido imaginar. Pero, además, el mismo mandato de los bancos centrales se vio afectado. En particular, la preocupación por la estabilidad financiera se acentuó a raíz de la crisis financiera global. Algunos bancos centrales ya tenían este objetivo incorporado en su mandato, pero no necesariamente con la prioridad que merecía. No obstante, todo esto, no hay duda de que en la gran mayoría de bancos centrales el objetivo prioritario sigue siendo el control de la inflación.

Se ha hecho mucho progreso recientemente tanto en economías emergentes como avanzadas para abatir la inflación, pero el problema sigue vigente. Por tanto, el primer reto que enfrentan los bancos centrales y, por supuesto el de México también, es acabar con las presiones inflacionarias. En específico, la tarea que tenemos adelante es recorrer exitosamente esa última milla del combate a la inflación, objetivo por cierto bastante complicado.

Segundo, en materia de crecimiento económico mundial tenemos una noticia buena y otra mala. La buena es que los temores de una recesión global o una situación de estanflación no se materializaron. Ahora lo que se está esperando como escenario base para la economía mundial es un aterrizaje suave, pero acompañado de una mala noticia: una disminución de la tasa de crecimiento económico mundial de largo plazo.

Las proyecciones se han venido ajustando a la baja desde la crisis financiera global. La más reciente, que salió ayer, la publicó el Fondo Monetario Internacional. El crecimiento de la economía mundial para los próximos cinco años se proyecta en 3.1 por ciento, por debajo de la

tasa promedio histórica de 3.8 por ciento. Eso tiene implicaciones para los bancos centrales, que señalaré, posteriormente, que se combinan con un tercer reto, que tiene que ver con la evolución de las finanzas públicas.

Las finanzas públicas, en el nivel global, se han deteriorado de manera importante. Originalmente, esto lo impulsó el hecho de que existieran tasas de interés sumamente bajas, que estimulaban el endeudamiento público. Inclusive economistas muy renombrados consideraban a esta etapa como una oportunidad de oro para endeudarse, al ubicarse las tasas de interés en cero. El problema es que llevó a un endeudamiento excesivo que después fue agravado con el efecto de la pandemia.

La pandemia obligó a una respuesta agresiva de la política fiscal en muchos países para apoyar a las familias y las empresas. Deterioró la situación y lo que tenemos ahora es una deuda pública global que está más o menos 9.0 puntos porcentuales del PIB por arriba de la que había antes de la pandemia. Y ahora hay que empezar a pagar.

¿Cuál es el problema para los bancos centrales con esa combinación de bajo crecimiento económico y altos déficits fiscales? Que las presiones para los bancos centrales pueden ser mucho mayores. Por una parte, por algo que comentaba Everardo hace un rato: dado que hay un problema fiscal, bajen las tasas de interés, ya que dichas instituciones serían responsabilizadas de que se está haciendo más costosa la deuda pública.

El otro problema, tercero, es que, como sucedió durante la crisis financiera global, los bancos centrales puedan verse en una situación en la que son las únicas instituciones que pueden estimular el crecimiento con bajas tasas de interés. Como señalaba Everardo, esto puede propiciar presiones tanto de

**“Como sucedió durante la crisis financiera global, los bancos centrales puedan verse en una situación en la que son las únicas instituciones que pueden estimular el crecimiento con bajas tasas de interés”.**

**Javier Guzmán**

**“Esto puede propiciar presiones tanto de parte del público como de los gobiernos para que bajen las tasas, aunque esto no sea lo más recomendable, convirtiéndose en un peligro para la autonomía de los bancos centrales”.**

**Javier Guzmán**

parte del público como de los gobiernos para que bajen las tasas, aunque esto no sea lo más recomendable, convirtiéndose en un peligro para la autonomía de los bancos centrales.

Cuarto. Con la digitalización los sistemas financieros se están transformando a una velocidad impresionante. Esto tiene una parte buena: nos permite atacar una serie de problemas: de inclusión financiera, de competencia en el sistema financiero, de costos, etc. Pero, por otro lado, también da lugar a retos. ¿Por qué? Porque no hay institución en el mundo que sea capaz de ajustar la regulación y la supervisión a esa velocidad.

Y un problema adicional es que la regulación debe ser capaz de lidiar con esos riesgos (que en algunos casos es difícil inclusive ya no enfrentarlos, sino identificarlos) sin afectar la innovación. ¿Qué es lo que puede hacerse? Como dije antes, no es una institución la que está a cargo de la estabilidad financiera. Son muchas. Por tanto, bajo estas circunstancias se requiere una coordinación muy estrecha de las distintas autoridades financieras, no solamente a nivel nacional, sino también en el plano internacional. Estas instituciones deberán lidiar con otro reto que también se ha acentuado recientemente, aunque no solamente para el sistema financiero: los problemas de ciberseguridad, que se pueden acentuar en los próximos años.

## **Joana Chapa**

Gracias, Javier. Adelante, Everardo.

## **Everardo Elizondo**

Yo estoy cien por ciento de acuerdo con Javier. No voy a agregar mucho más, salvo un punto que creo que es importante, que se olvida muy frecuentemente. Y es que el banco central no tiene ordinariamente más que una forma de influir sobre la economía, que es la tasa de interés. Es cierto que también tiene instrumentos heterodoxos, como los que ha desarrollado el Fed y, además, cuenta con lo que se llama regulación macroprudencial.

Desde mi punto de vista, son pocos los instrumentos con que cuenta, frente a demasiados objetivos como se le asigna o se le pretende asignar. No me refiero a la estabilidad de los precios, sino al impulso de la parte real de la economía y a la estabilidad del sistema financiero. Ninguno de los tres objetivos es responsabilidad exclusiva de los bancos centrales, pero las críticas se centran por lo común en esa institución. Como decía Javier, el banco central no tiene suficientes instrumentos para tantos propósitos.

Al respecto, **lo elemental en teoría de política económica es que, como en el caso de las matemáticas, se necesita el mismo número de instrumentos que de objetivos, para que el sistema sea viable. Si se tienen tres objetivos y sólo un instrumento, alguno no se va a conseguir.**

Por ejemplo, si se pretende fomentar el crecimiento económico bajando la tasa de interés, pero, al mismo tiempo se necesita controlar

la inflación, ¿cuál de las dos intenciones va a determinar la política monetaria? Afortunadamente, el Banco de México no tiene más que una prioridad, que es “mantener el poder adquisitivo de la moneda nacional”. En la práctica, dicho sea, con toda sinceridad, al tomar sus decisiones, el Banco siempre pone su atención no solo en la situación y el curso previsible de la inflación, sino también en el crecimiento y en la salud del sistema financiero. De hecho, creo que ha habido más de una ocasión en la historia de la política monetaria de México cuando cambios necesarios en las tasas de interés no se hicieron, pensando en la fragilidad del sistema bancario.



## Joana Chapa

Adelante, Manuel.

## Manuel Sánchez

Está difícil añadir algo a lo que ya dijeron mis colegas, pero me voy a enfocar en cuatro retos para el Banco de México, que también aplican a cualquier banco central.

El primero es que los bancos centrales, durante la pandemia, subestimaron la naturaleza de las presiones inflacionarias. Yo creo que el Banxico y los bancos centrales tienen el desafío de recuperar de veras la credibilidad, después de haberse equivocado tan rotundamente y haber reaccionado lentamente con un diagnóstico excesivamente optimista.

El segundo es evitar esa continua tentación de estarle colgando objetivos al banco central. Los bancos centrales no tienen tantos instrumentos como para alcanzar tantas metas. Aunque ahora me acuerdo de una conferencia en el Banco de la Reserva de Australia, creo que fue en 2010, en la que el distinguido economista Stanley Fischer, cuyo libro de texto estudiamos muchos de nosotros, le objetó a la entonces presidenta del Fed de San Francisco, Janet Yellen, un argumento similar al que acaba de expresar Everardo, aduciendo que se pueden combinar metas mediante una “función de pérdida”, por ejemplo, como cuando se combinan objetivos de estabilidad de precios y máximo empleo, para un mismo instrumento.

## Everardo Elizondo

Por ejemplo, pedirles a los bancos que se “pinten de verde”.

**“En México el principal reto, como ya lo mencioné, es fortalecer la credibilidad en el compromiso con el objetivo de 3.0 por ciento”.**

**Manuel Sánchez**

### **Manuel Sánchez**

Exacto. O sea, ahorita está de moda el combate al calentamiento global y el fomento a un crecimiento inclusivo, que son cosas muy buenas, pero no le tocan a la institución monetaria.

El tercer reto es no pecar de omisión en aspectos que le pueden afectar. Por ejemplo, en Estados Unidos y aquí también en México, actualmente los bancos centrales tratan de no opinar sobre los peligros de la laxitud fiscal y el crecimiento de la deuda pública, a fin de no correr el riesgo de perder su autonomía jurídica. Sin embargo, como mencioné antes, una política fiscal irresponsable puede poner en entredicho la independencia de la política monetaria. Creo que es preferible que los bancos centrales tomen cartas en el asunto y busquen persuadir al Congreso, como lo hacían Paul Volcker y Alan Greenspan del Fed, para que contengan el crecimiento de la deuda pública y procuren equilibrios fiscales.

Y el cuarto reto tiene que ver con algunas decisiones que se tomaron en un entorno que se creía duradero y no lo fue. En particular, el Fed mantiene un marco de política monetaria de largo plazo que refleja el supuesto de que el riesgo de la deflación iba a ser permanente. Esto debe modificarse.

Finalmente, en México el principal reto, como ya lo mencioné, es fortalecer la credibilidad en el compromiso con el objetivo de 3.0 por ciento.

### **Joana Chapa**

Muchísimas gracias Manuel, Javier, Everardo. Un panel, una plática fabulosa.

### **Edgar Luna**

Con esto damos por terminado este foro. A nombre de la Facultad de Economía les agradecemos a todos su presencia y les deseamos una excelente tarde. Gracias.

## **Logros**

Conexión positiva entre la independencia del instituto emisor y la reducción de la inflación.

Reducción de la inflación previa: pasó de casi 200.0 por ciento a 50.0 por ciento en 1995, no obstante la crisis del cierre del año anterior.

Manejo político eficaz en una época en que la Presidencia de la República tenía un peso determinante en el sistema político nacional.



## Retos

Alcanzar la meta de 3.0 por ciento de inflación planteada hace veinte años.

No retroceder en los avances. En el pasado reciente ya habíamos avanzado considerablemente, pero con la pandemia la inflación repuntó.

Asegurar la autonomía. Hay algunos puntos vulnerables.



Política monetaria en el contexto macroeconómico actual. Memoria del primer foro de ex subgobernadores del Banco de México se terminó de imprimir en noviembre de 2024 en la ciudad metropolitana de Monterrey, 102 años y diez meses después de que el poeta portugués Fernando Pessoa publicara el cuento El banquero anarquista a modo de sátira dialéctica, en la ciudad de Lisboa.

El cuidado de la edición estuvo a cargo de Abel Garza Martínez.

***ALERE FLAMMAM VERITATIS***

