

### 3. Preservar logros alcanzados con esfuerzo en política monetaria ante riesgos fiscales<sup>1</sup>

A comienzos de la década de 2000, los países de América Latina y el Caribe lograron la estabilidad de precios gracias a profundas reformas que fortalecieron la independencia de los bancos centrales y consolidaron los marcos de política monetaria. Estos avances ayudaron a anclar las expectativas de inflación y permitieron una transmisión monetaria más eficaz. Sin embargo, los marcos y las políticas fiscales siguen planteando desafíos, sobre todo por los altos niveles de deuda y los elevados costos financieros, que pueden amplificar el impacto fiscal de la política monetaria y dificultar su transmisión. La evidencia que se presenta en este capítulo muestra que una deuda pública baja y una orientación fiscal adecuada ayudan a que la política monetaria alcance las metas de inflación. También indica que aún hay margen para seguir mejorando los marcos de política monetaria. Para salvaguardar la estabilidad de precios, los países de la región deben centrarse en avanzar en la consolidación fiscal, mejorar los marcos de política fiscal y proseguir con las reformas destinadas a reforzar la independencia de los bancos centrales.

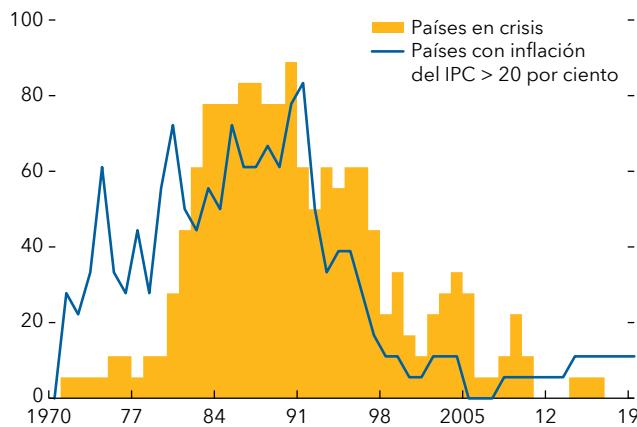
#### 3.1. Introducción

Tras una prolongada historia de alta inflación y crisis recurrentes, muchos países de América Latina y el Caribe (ALC) llevaron a cabo amplias reformas institucionales en la década de 1990 y comienzos de la de 2000 (gráfico 3.1). Un aspecto fundamental fue la promulgación de leyes que otorgaron independencia a los bancos centrales. En particular,

estas reformas limitaron la posibilidad de que los bancos centrales financiaran déficits públicos –uno de los principales factores que alimentaban la elevada inflación en la región–, mientras los gobiernos adoptaban medidas para reducir esos déficits. Estos cambios no solo alivianaron las presiones inflacionarias, sino que también permitieron a los bancos centrales aplicar políticas anticíclicas como respuesta a los shocks, como la gran crisis financiera y la pandemia de COVID-19.

Pese a estos avances, una preocupación central de cara al futuro es que el aumento de las presiones fiscales pueda limitar la eficacia de la política monetaria en la gestión de la inflación (gráfico 3.2). Los desafíos asociados a la orientación fiscal, en especial cuando esta es expansiva o procíclica y los planes de consolidación resultan insuficientes, pueden ejercer una presión significativa sobre la política monetaria al estimular la demanda cuando la inflación se sitúa por encima del nivel fijado como meta. De manera similar, una dinámica de la deuda desfavorable puede elevar las primas de riesgo y debilitar la moneda local,

**Gráfico 3.1. Países de ALC con alta inflación y en crisis (Porcentaje)**



Fuentes: Ha *et al.* (2023), y Harvard Business School (Behavioral Finance and Financial Stability), base de datos Global Crises.

Nota: Se considera que un país está en crisis si se clasifica en crisis bancaria, cambiaria o de deuda soberana. ALC = América Latina y el Caribe; IPC = índice de precios al consumidor.

lo que complica aún más la dinámica de la inflación. En relación con estos desafíos, a medida que aumentan tanto la deuda como las obligaciones de servicio de la deuda, también se incrementan los costos fiscales de las tasas de interés reales elevadas, necesarias para estabilizar la inflación. En conjunto, estas dinámicas ponen de manifiesto los desafíos de la interacción entre políticas, que podrían menoscabar la eficacia de la política monetaria.

<sup>1</sup> Preparado por Agnese Carella, Dimitris Drakopoulos (codirector), Juan Passadore (codirector) y Genevieve Lindow.

En este contexto, en este capítulo se presentan las siguientes preguntas: 1) ¿de qué manera América Latina fortaleció la independencia de los bancos centrales y qué efectos tuvieron esas reformas?; 2) ¿cómo puede incidir la política fiscal en los canales de transmisión de la política monetaria?; y 3) ¿afecta la política fiscal, a través de elevados niveles de deuda y déficits persistentes, a la credibilidad de los bancos centrales y su capacidad de lograr las metas de inflación?

## 3.2. Reformas de los bancos centrales

Durante la década de 1990, la mayoría de los países de la región emprendieron sustanciales reformas para reforzar la autonomía de sus bancos centrales (gráfico 3.3, panel 1). Según índices reconocidos, la independencia de los bancos centrales (IBC) mejoró de manera significativa<sup>2</sup>, especialmente en cuanto a limitar el financiamiento monetario del presupuesto y priorizar la estabilidad de precios. Algunos bancos centrales han obtenido calificaciones que los sitúan entre los más altos en comparación con sus pares de mercados emergentes (ME) y cerca del promedio de los países de la Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE) (gráfico 3.3, panel 2). Aunque en la década de 2000 se produjeron retrocesos en unos pocos países, en términos generales los avances han sido significativos. Las reformas se produjeron en varios ámbitos, entre los cuales cabe destacar los siguientes:

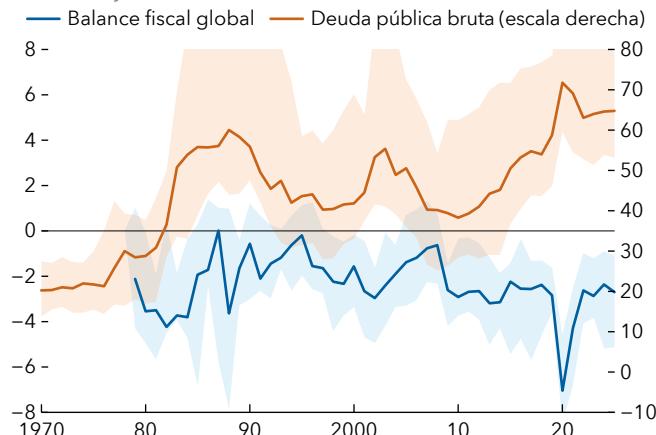
**Financiamiento monetario.** Una reforma fundamental fue la restricción del financiamiento de los bancos centrales a los gobiernos. Esta reforma reflejó el consenso de que el financiamiento monetario era la principal causa de inflación crónica en la región (Kehoe y Nicolini, 2022). Estas restricciones quedaron plasmadas en la legislación y, en gran medida, se respetaron en la práctica<sup>3</sup>, lo que dio lugar a una reducción sustancial de los créditos de los bancos centrales al sector público (gráfico 3.3, panel 3). Cabe destacar que, incluso durante la pandemia y pese a las fuertes presiones fiscales, los bancos centrales evitaron en gran medida recurrir al financiamiento monetario directo.

**Estabilidad de precios.** La estabilidad de precios se convirtió en el objetivo principal de la mayoría de los bancos centrales, a menudo acompañado de otras metas no contrapuestas, como la garantía de la estabilidad del sistema de pagos (gráfico 3.3, panel 4). Esto representa un cambio importante respecto de la década de 1980, cuando solo unos pocos bancos centrales daban prioridad a la estabilidad de precios, frente a la situación actual, en la que lo hacen alrededor de las tres cuartas partes.

**Influencia política en la toma de decisiones.** Las reformas de gobernanza avanzaron de forma significativa en toda la región, aunque en general los progresos siguen estando por detrás de los registrados en los países de la OCDE (gráfico 3.3, panel 5). Entre los logros más destacados se cuentan la introducción de mandatos más largos y escalonados para los miembros de los directorios –con el fin de reducir su coincidencia con los ciclos electorales– y condiciones más estrictas para su destitución por parte del poder ejecutivo<sup>4</sup>. También se han logrado avances en la reducción de la representación gubernamental en los directorios de los bancos centrales, aunque en algunos casos el ministro de Hacienda mantiene un asiento, normalmente sin derecho a voto<sup>5</sup>.

**Gráfico 3.2. ALC: balance fiscal global y deuda pública**

(Porcentaje del PIB)



Fuentes: FMI, base de datos histórica sobre la deuda pública; FMI, base de datos de *Perspectivas de la economía mundial* (informe WEO), y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Los agregados son medianas. La zona sombreada denota el rango intercuartílico. ALC = América Latina y el Caribe.

En la parte inferior del gráfico se incluyen las fuentes y la nota de explicación.

<sup>2</sup> Los índices de *jure* se elaboran a partir de la interpretación de textos legales, lo que puede dar lugar a interpretaciones diferentes entre distintos autores. A los bancos centrales les puede resultar difícil mantener su independencia frente a presiones políticas, y podría haber disposiciones sujetas a interpretación que contengan lagunas. Por ejemplo, Unsal y Papageorgiou (2023) destacan que las normas sobre distribución de beneficios no siempre se cumplen y que los miembros de los comités de política monetaria pueden ser destituidos antes de tiempo, en contra de lo establecido en sus mandatos legales.

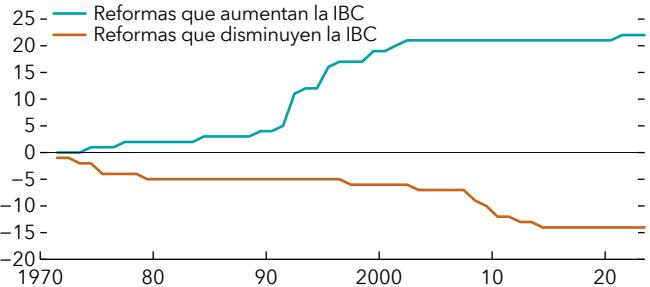
<sup>3</sup> Entre las excepciones figuran Argentina, Bolivia y Venezuela.

<sup>4</sup> Persisten también casos como los de Perú y Uruguay, donde los mandatos de los directorios aún coinciden con los ciclos políticos. En contraste, Brasil implantó mandatos escalonados en 2021.

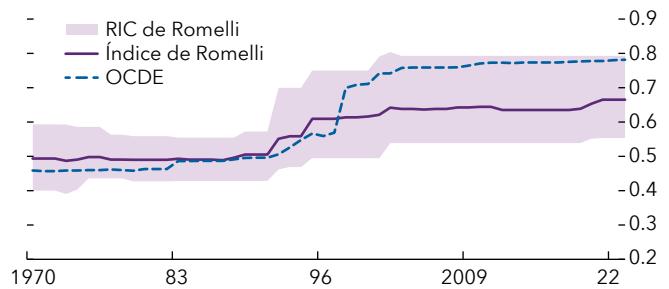
<sup>5</sup> Colombia constituye otra excepción, ya que el ministro de Hacienda participa como miembro con pleno derecho de voto.

### Gráfico 3.3. Reformas de los bancos centrales

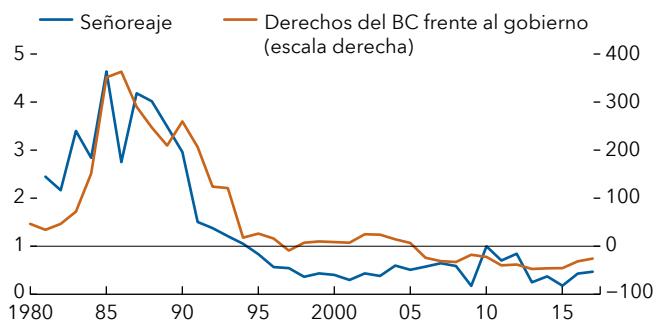
#### 1. ALC: reformas sobre la independencia del banco central<sup>1</sup> (Número acumulado de reformas)



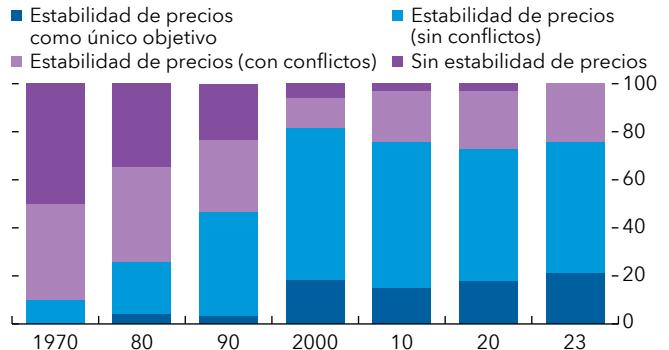
#### 2. ALC: calificaciones de independencia del banco central (Índice: 0-1)



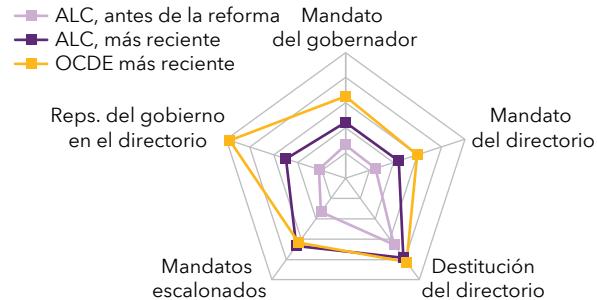
#### 3. AL5: señorío y activos del banco central frente al gobierno<sup>2</sup> (Porcentaje)



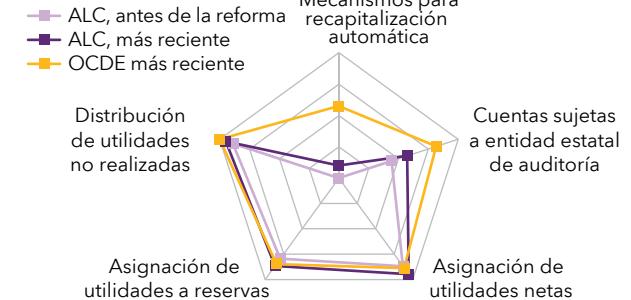
#### 4. ALC: objetivos del banco central<sup>3</sup> (Porcentaje)



#### 5. Gobernador y directorio del banco central<sup>4</sup> (Índice: 0-1)



#### 6. Independencia financiera<sup>4</sup> (Índice: 0-1)



Fuentes: Garriga (2025); FMI, base de datos de Estadísticas financieras internacionales; Kehoe y Nicolini (2022); Romelli (2024), y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: AL5 = cinco economías principales de América Latina (Brasil, Chile, Colombia, México, Perú); ALC = América Latina y el Caribe; BC = banco central; IBC = independencia del banco central; RIC = rango intercuartílico; OCDE = Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos.

<sup>1</sup>Se considera que un país lleva a cabo una reforma legal cuando aprueba una modificación relativa a su banco central en un año determinado, que se traduce en un aumento (una disminución) del índice de IBC.

<sup>2</sup>El señoraje se calcula como  $m_{t-1} [1 - \frac{1}{(1+g_t)(1+\pi_t)}]$  donde  $m_{t-1}$  representa la base monetaria en proporción del PIB nominal,  $g_t$  corresponde al crecimiento y  $\pi_t$  a la inflación. Los activos del banco central frente al gobierno se expresan como porcentaje de la base monetaria.

<sup>3</sup>“Estabilidad de precios como único objetivo” incluye los supuestos en que el banco central tiene la última palabra para fijar la meta en caso de conflicto; “Estabilidad de precios (sin conflictos)” se define como la estabilidad de precios acompañada de otros fines que no parecen entrar en conflicto con ella; “Estabilidad de precios (con conflictos)” se refiere a la estabilidad de precios junto a otros fines que pueden entrar en conflicto (por ejemplo, el pleno empleo).

<sup>4</sup>El índice previo a la reforma es el nivel anterior a la primera reforma desde 1985. Los agregados son promedios simples. La muestra de la OCDE excluye a los países de ALC.

**Independencia financiera.** Las reformas dirigidas a reforzar la independencia financiera han sido menos profundas que en otros ámbitos (gráfico 3.3, panel 6), y algunas se han implementado más recientemente, sobre todo en Brasil, las Bahamas y Jamaica. Un aspecto esencial es que, aunque algunos países cuentan con normas automáticas de recapitalización por parte del gobierno, en otros, los mecanismos son discrecionales y no se aplican en la práctica, o simplemente no existen. En consecuencia, varios bancos centrales de la

región continúan presentando una capitalización inadecuada, a la espera de un acuerdo de recapitalización con sus gobiernos<sup>6</sup>. Otro elemento clave es la capacidad de los bancos centrales para definir su propio presupuesto, incluidas las remuneraciones del personal. Si bien, en promedio, la región es comparable a la OCDE, persisten excepciones importantes<sup>7</sup>.

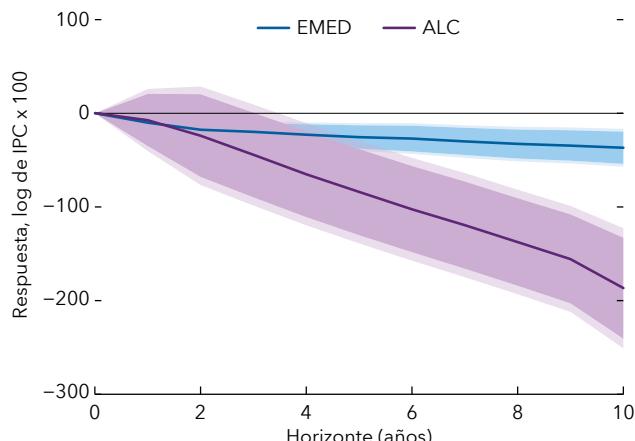
## Impacto de las reformas

Las reformas orientadas a fortalecer la IBC se asociaron con mejoras en los resultados de inflación (véanse más detalles en el anexo 3 en línea). Para captar los efectos dinámicos de estas reformas, se aplicó el método de proyecciones locales de Jordà (2005). La especificación controla factores macroeconómicos y externos clave, como el rezago de la brecha del producto, la inflación, el régimen cambiario y factores fiscales. Los datos empíricos correspondientes al período 1980-2023 muestran que una mayor independencia se asoció con menores niveles de inflación a largo plazo en ALC, en comparación con otras economías de mercados emergentes y en desarrollo (EMED) (gráfico 3.4), lo que refleja en parte los elevados niveles de inflación que históricamente han caracterizado a la región.

Asimismo, se utilizaron técnicas de regresión por cuantiles para analizar cómo varía dicha relación a lo largo de los distintos segmentos de la distribución de la inflación (gráfico 3.5). Los coeficientes del índice de IBC disminuyen de manera sistemática en todos los cuantiles, volviéndose considerablemente más negativos en los niveles de inflación más elevados. Una vez más, la relación es sistemáticamente mayor en los países de ALC que en las demás EMED.

Estas reformas también han facilitado un mejor anclaje de la inflación, mayor eficacia de la política monetaria, coeficientes de sacrificio más bajos y mayor resiliencia (como se destaca en FMI, 2025a). La credibilidad de los marcos de política monetaria de las cinco economías principales de América Latina (AL5) se ha fortalecido con el tiempo, a medida que los bancos centrales iban demostrando su compromiso con sus mandatos y las tasas de inflación se mantenían, en general, dentro del rango fijado como meta<sup>8</sup>. Este aumento de la credibilidad es evidente en los regímenes de metas de inflación más maduros de las AL5, como se observa en la mejora del anclaje de las expectativas inflacionarias desde mediados de la década de 2000 (gráfico 3.6). El análisis realizado basado en un modelo de vectores autorregresivos con coeficientes variables en el tiempo para todas las economías de AL5 también indica que la transmisión de la política monetaria a la inflación ha sido fuerte, incluso en comparación con las EA (véanse más detalles en FMI, 2024g y el anexo 3 en línea). En suma, la combinación de una mayor credibilidad y un anclaje más firme ha contribuido a reducir los costos tradicionalmente asociados con la reducción de la inflación, dando lugar a un coeficiente de sacrificio más favorable (Forbes, Ha y Kose, 2025).

**Gráfico 3.4. Respuesta de la inflación a los cambios en el índice de IBC**  
(Variación acumulada de  $100 \times \logaritmo del IPC$ )



Fuentes: Romelli (2024) y cálculos del personal técnico del FMI.  
Nota: Proyección local de la variación acumulada de 100 multiplicado por el logaritmo del IPC en el país  $i$  entre el año  $t+h$  y el año  $t$  en el índice de IBC, en un horizonte de 10 años. Las variables de control son un rezago de la brecha del producto, la inflación del IPC transformada, el régimen cambiario, la deuda bruta del gobierno general, un indicador de regla fiscal y la inflación de Estados Unidos. La línea continua es la estimación puntual; las zonas sombreadas en color oscuro y claro denotan las bandas de confianza de 90 por ciento y 95 por ciento, respectivamente. ALC = América Latina y el Caribe; EMED = economías de mercados emergentes y en desarrollo; IBC = independencia del banco central; IPC = índice de precios al consumidor.

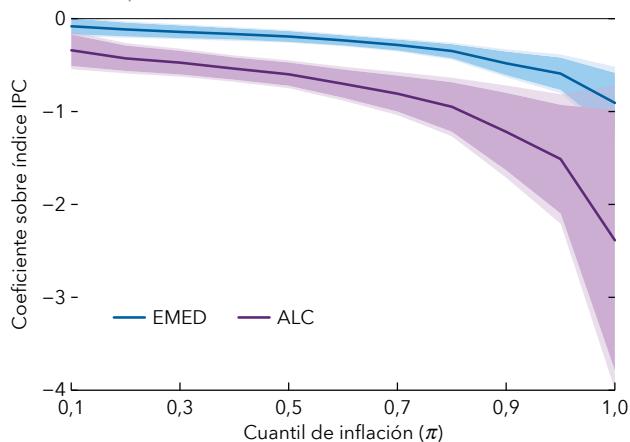
<sup>6</sup> El capital negativo no constituye necesariamente un problema: Chile y México figuran entre los ejemplos más destacados a escala mundial de bancos centrales que han cumplido con éxito su mandato aun operando algunos años con patrimonio neto negativo.

<sup>7</sup> Al momento de redactar este informe, en el Congreso de Brasil se debatía una enmienda constitucional para otorgar autonomía financiera a su banco central.

<sup>8</sup> La transformación de los marcos de política monetaria se produjo de forma secuencial tras las reformas legales de la década de 1990. Inicialmente, los bancos centrales siguieron utilizando el tipo de cambio como principal instrumento de política monetaria. A comienzos de la década de 2000, empezaron a adoptar regímenes cambiarios más flexibles, lo que facilitó la implementación de marcos integrales de metas de inflación (véase Carrière-Swallow et al., 2016).

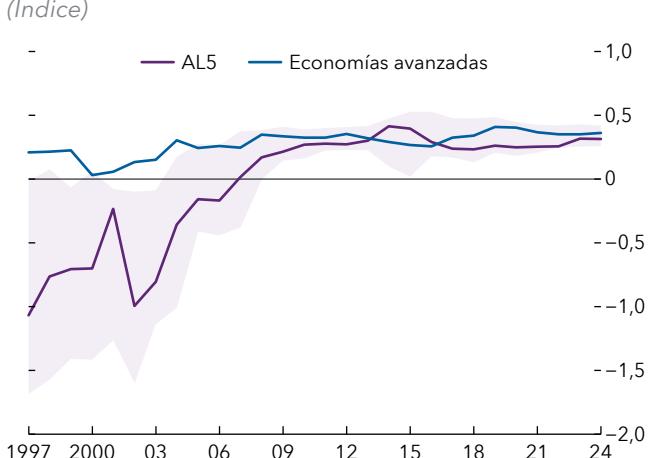
**Gráfico 3.5. Índice de IBC a lo largo de la distribución de la inflación**

( $\Delta\pi$  por unidad de IBC; IPC con escala modificada; índice de IBC: 0-1)



Fuentes: Romelli (2024) y cálculos del personal técnico del FMI.  
Nota: Regresión cuantílica de la inflación transformada en función del índice de IBC. La línea continua es la estimación puntual; las zonas sombreadas en color oscuro y claro denotan las bandas de confianza del 90 por ciento y 95 por ciento, respectivamente. ALC = América Latina y el Caribe; EMED = economías de mercados emergentes y en desarrollo; IBC = independencia del banco central; IPC = índice de precios al consumidor.

**Gráfico 3.6. Índice del anclaje de las expectativas inflacionarias (Índice)**



Fuentes: Bems et al. (2018).

Nota: La zona sombreada denota el rango mínimo-máximo. AL5 = cinco economías principales de América Latina (Brasil, Chile, Colombia, México, Perú).

### 3.3. Interacciones entre política monetaria y política fiscal

La política monetaria y la política fiscal interactúan a través de varios canales. Más allá del canal habitual de la demanda agregada, la política fiscal también puede tener un impacto a través de los efectos de los niveles de deuda y la orientación fiscal sobre los diferenciales de los bonos en moneda local, las expectativas de inflación y la prima de riesgo cambiario. Un nivel elevado de deuda, además, amplifica la demanda agregada a través del efecto riqueza<sup>9</sup> y aumenta el riesgo de que los bancos centrales acomoden su política a las necesidades fiscales.

#### Niveles de deuda y política monetaria

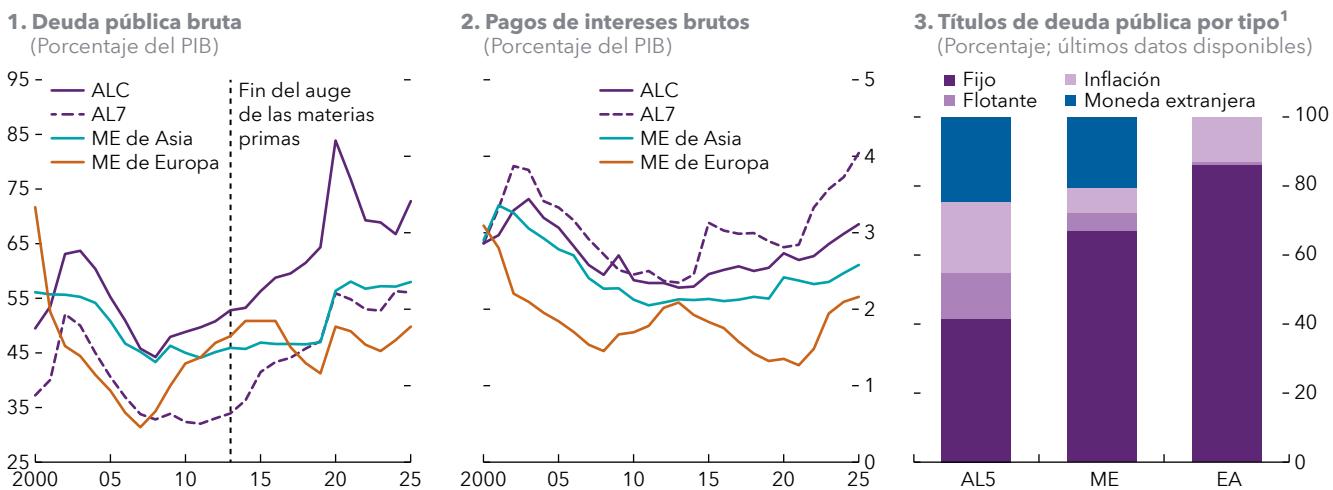
Las decisiones de política monetaria tienen un impacto fiscal a través de los costos de financiamiento, especialmente cuando la deuda es elevada y su vencimiento es de corto plazo. Esto es relevante para la región, dado que los niveles actuales de deuda y los pagos por intereses resultan elevados en comparación con otras regiones y con los niveles históricos (gráfico 3.7, paneles 1 y 2). Además, aunque se han logrado mejoras significativas en la composición de la deuda –reduciendo la denominada en moneda extranjera y prolongando el vencimiento promedio–, en algunos países de la región la proporción de deuda a tasa variable e indexada sigue siendo considerable<sup>10</sup>. Esto provoca que las decisiones de política monetaria se transmitan con mayor rapidez a los costos del servicio de la deuda en comparación con las EA (gráfico 3.7, panel 3).

Los altos niveles de deuda pueden comprometer el cumplimiento de las metas de inflación. Las estimaciones de proyecciones locales que utilizan los shocks de política monetaria calculados por Checo, Grigoli y Sandri (2024) muestran que, en los ME con bajos niveles de deuda, la política monetaria es eficaz para reducir la inflación.

<sup>9</sup> Existen numerosos estudios que destacan el impacto de los aumentos de la riqueza nominal y sus implicaciones para la inflación. Pueden verse, entre otros, los siguientes: Leeper (1991); Cochrane (2001); Sims (1994); Woodford (1995); Bianchi y Melosi (2022); Bianchi, Faccini y Melosi (2023); Caramp y Silva (2023).

<sup>10</sup> La estructura de vencimientos de la deuda condiciona el impacto fiscal de la política monetaria, ya que el servicio de la deuda de los bonos a largo plazo queda fijado en el momento de su emisión. Además, como subrayan Cochrane (2001) y Caramp y Silva (2023), los incrementos de las tasas de interés reducen el valor de mercado de la deuda a largo plazo, lo que genera una revalorización negativa de estos activos y, a través de este canal, una disminución de la demanda nominal agregada. Debido a las limitaciones de los datos, los ejercicios económéticos se centran en los niveles de deuda y no en la estructura de vencimientos.

### Gráfico 3.7. Deuda, pagos de intereses y costos de financiamiento



Fuentes: Banco de Pagos Internacionales; Haver Analytics; FMI, base de datos de *Perspectivas de la economía mundial* (informe WEO); autoridades nacionales, y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Los agregados son promedios simples. AL5 = cinco economías principales de América Latina (Brasil, Chile, Colombia, México, Perú); AL7 = siete economías principales de América Latina (Brasil, Chile, Colombia, México, Paraguay, Perú, Uruguay); ALC = América Latina y el Caribe; EA = economías avanzadas (Alemania, Estados Unidos, Japón, Reino Unido); ME = mercados emergentes; ME de Asia = Filipinas, India, Indonesia, Malasia, Tailandia, Vietnam; ME de Europa = Bosnia y Herzegovina, Bulgaria, Hungría, Polonia, Rumanía, Serbia.

<sup>1</sup>La muestra de EA excluye a Japón. La muestra de ME incluye a Arabia Saudita, Filipinas, Hungría, Indonesia, Malasia, Sudáfrica, Tailandia y Türkiye.

La política monetaria contractiva provoca una apreciación del tipo de cambio y una reducción de las expectativas de inflación a corto plazo, lo que favorece la convergencia de la inflación hacia su meta (gráfico 3.8)<sup>11</sup>. Al mismo tiempo, disminuyen los rendimientos a largo plazo, lo que sugiere una reducción de la prima de riesgo que atenúa el impacto de la política monetaria en las cuentas fiscales (véanse los detalles técnicos en el anexo 3 en línea). En cambio, en los ME con altos niveles de deuda –definidos como aquellos con niveles de deuda superiores al percentil 80 computado sobre los últimos 20 años–, la política monetaria enfrenta mayores dificultades para contener la inflación. En niveles de deuda altos, los shocks de política monetaria no tienen efectos significativos sobre el tipo de cambio, las expectativas de inflación a corto plazo ni los rendimientos a largo plazo (gráfico 3.8)<sup>12</sup>.

Un elevado nivel de endeudamiento también puede generar dudas acerca de la capacidad de los bancos centrales para aplicar una política de tasas de interés adecuada. Las estimaciones basadas en las reglas de Taylor en ME muestran que la tasa de interés de política monetaria reacciona con mayor fuerza a la inflación en las economías con bajos niveles de deuda en comparación con aquellas con elevados niveles de endeudamiento (gráfico 3.9). Esta reacción más débil indica que una deuda alta puede limitar la voluntad o la capacidad de los bancos centrales para endurecer la política monetaria, lo que podría socavar la confianza en su compromiso con el control de la inflación.

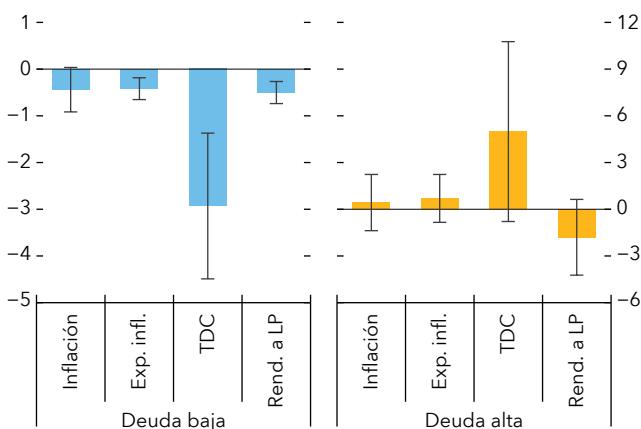
### Combinación de las políticas monetaria y fiscal

Más allá del nivel de deuda, la orientación de la política fiscal también puede incidir en la eficacia de la política monetaria en cumplir las metas de inflación. Esta cuestión reviste especial interés para América Latina. Al inicio de la pandemia, tanto la política monetaria como la fiscal fueron expansivas. No obstante, aunque la política monetaria se endureció de forma significativa en 2021 y 2022 –lo que ayudó a reducir rápidamente la inflación tras los shocks de la COVID-19–, los procesos necesarios de consolidación fiscal se han ido posponiendo (gráfico 3.10, panel 1). De este modo, aunque varios países todavía registran una inflación por encima de la meta y mantienen una política monetaria restrictiva, la política fiscal se ha mantenido expansiva en los últimos años, creando una combinación de políticas que podría haber ralentizado el proceso de desinflación (gráfico 3.10, panel 2).

<sup>11</sup> Incluso en los casos en que las expectativas de inflación se mantienen ancladas, unas expectativas a corto plazo más bajas favorecen la convergencia cuando la inflación se sitúa por encima de la meta del banco central.

<sup>12</sup> Estos resultados coinciden con los de Caramp y Feilich (2024).

**Gráfico 3.8. Respuesta a un shock de endurecimiento de la política monetaria de 100 puntos básicos en un horizonte de 18 meses (Porcentaje)**

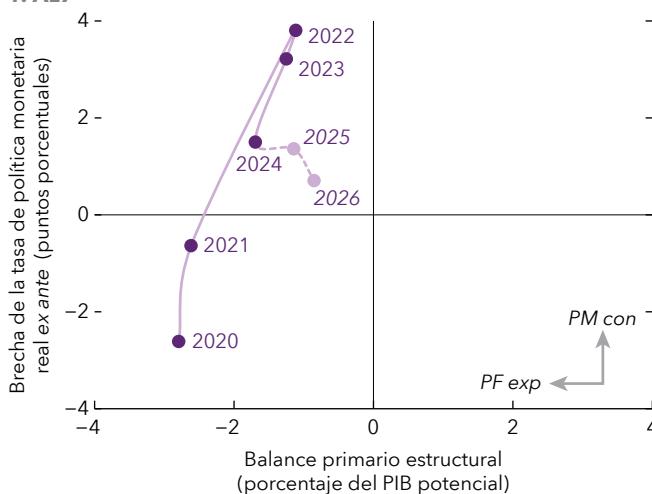


Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Variación en el nivel de cada variable en un horizonte de 18 meses en una proyección local de shocks de política monetaria de Checo, Grigoli y Sandri (2024). La especificación de las proyecciones locales se calcula del siguiente modo:  $Y_{c,t+h} - Y_{c,t} = a_c^h + \delta_t^h + \beta_t^h I_t + \gamma_t^h Interacción_{it} \times I_t + u_{it}$ . La interacción es un indicador para cada país de que la deuda supera el percentil 80. Los trazados describen la respuesta a un shock de 100 puntos básicos. Panel izquierdo:  $\beta_t^h$ . Panel derecho:  $\beta_t^h + \gamma_t^h$ . La inflación, las expectativas de inflación y los rendimientos a largo plazo denotan un cambio en el nivel de la variable (medido en porcentaje). Los tipos de cambio se miden en logaritmos, y un aumento denota una depreciación. Frecuencia mensual. Muestra: Brasil, Chile, Colombia, Egipto, Filipinas, Hungría, India, Indonesia, Malasia, México, Nigeria, Perú, Polonia, Rumanía, Rusia, Sudáfrica, Tailandia, Turquía. Exp. infl. = expectativas de inflación; LP = largo plazo; TDC = tipo de cambio.

**Gráfico 3.10. Políticas monetaria y fiscal**

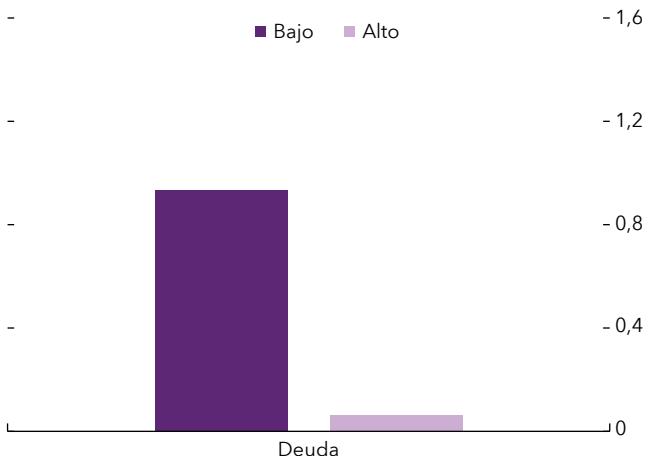
**1. AL7**



Fuentes: Calderón, Dhungana y Wales (de próxima publicación); Consensus Economics; Haver Analytics; FMI, base de datos de *Perspectivas de la economía mundial* (informe WEO), y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: AL7 es un promedio simple. Chile se refiere al balance primario estructural del gobierno central, excluida la minería. Colombia se refiere al balance primario estructural del sector público consolidado, excluido el petróleo. Perú se refiere al balance primario estructural del sector público no financiero. La brecha de la tasa de política monetaria real ex ante se define como la diferencia entre el nivel actual de la tasa real y la tasa neutral estimada por Calderón, Dhungana y Wales (de próxima publicación). AL7 = siete economías principales de América Latina (Brasil, Chile, Colombia, México, Paraguay, Perú, Uruguay); con = contractiva; exp = expansiva; PF = política fiscal; PM = política monetaria.

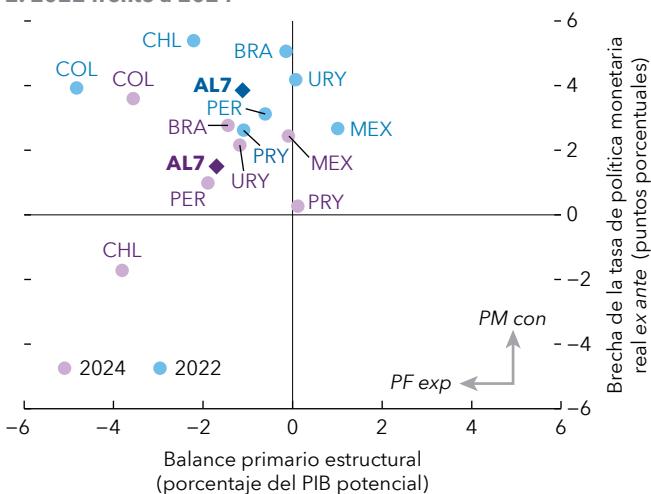
**Gráfico 3.9. Coeficiente estimado de la regla de Taylor sobre la inflación por submuestras de deuda alta y baja**



Fuentes: FMI, base de datos de *Perspectivas de la economía mundial* (informe WEO), y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: La estimación de la regla de Taylor es así:  $i_{i,t} = a_i i_{i,t-1} + \beta_1 \pi_{i,t} + \beta_2 \pi_{i,t} Interacción_{it} + \gamma_i x_{i,t} + \epsilon_{i,t}$ . La interacción es un indicador para cada país de que la deuda supera el percentil 80. Las barras representan  $\frac{\beta_1}{1-a}$  y  $\frac{\beta_1 + \beta_2}{1-a}$ , respectivamente. Notación:  $i$ , tasa nominal;  $x$ , brecha de la productividad;  $\pi$ , inflación. Frecuencia trimestral. Muestra: Brasil, Chile, Colombia, Egipto, Filipinas, Hungría, India, Indonesia, Malasia, México, Nigeria, Perú, Polonia, Rumanía, Rusia, Sudáfrica, Tailandia, Turquía.

**2. 2022 frente a 2024**



La combinación de políticas puede generar desafíos, sobre todo por su influencia en la demanda agregada. De hecho, las estimaciones de proyecciones locales para las EMED muestran que un aumento inesperado de los déficits primarios estructurales –definidos como la diferencia entre el resultado efectivo y la proyección para el año que se realiza en octubre en el marco de las *Perspectivas de la economía mundial* (informe WEO)– elevan la inflación y las expectativas de inflación en horizontes de uno y dos años (gráfico 3.11). Además, los niveles de deuda pueden intensificar el impacto de los shocks fiscales sobre la inflación; Arizala *et al.* (de próxima publicación) muestran que las consolidaciones fiscales reducen más la inflación en los países con altos niveles de deuda.

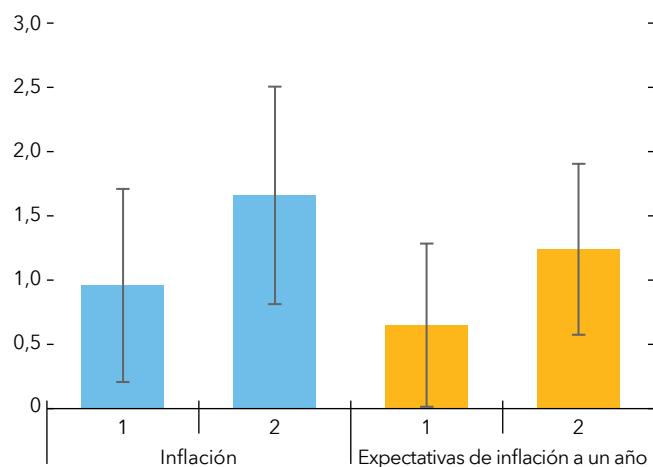
### 3.4. Políticas para preservar los logros alcanzados con tanto esfuerzo

Desde la década de 1990, las reformas dirigidas a reforzar la independencia de los bancos centrales y mejorar los marcos de política monetaria han permitido reducir la inflación, anclar mejor las expectativas y lograr una transmisión más potente de la política monetaria y una mayor resiliencia.

Es esencial disponer de marcos y políticas fiscales sólidos para proteger estos logros alcanzados con tanto esfuerzo en el ámbito de las reformas de la política monetaria. En este capítulo se muestra que una deuda pública elevada y una combinación inadecuada de políticas pueden generar fricciones que dificulten que la inflación converja hacia las metas. Para garantizar la estabilidad de precios es necesario mantener la deuda pública en niveles que no afecten a la transmisión de la política monetaria a través de su impacto en las expectativas y en los precios de los activos, y que preserven la capacidad de los bancos centrales para aplicar políticas de tasas de interés adecuadas. En la actual coyuntura regional, una consolidación fiscal creíble, respaldada por reglas fiscales y marcos de política fiscal más sólidos y, en algunos casos, por la introducción de anclas de deuda bien calibradas (véase FMI, 2024a), sigue siendo fundamental, y resulta necesaria no solo para estabilizar la deuda y generar espacio fiscal, sino también para mantener la eficacia de la política monetaria.

Asimismo, aún existe margen para reforzar la independencia de los bancos centrales. Sobre la base de las reformas eficaces de las últimas décadas, que incluyeron medidas fundamentales para reducir el financiamiento monetario del presupuesto y mejorar los mandatos y la gobernanza de los bancos centrales, en algunos países hay margen para mejorar la gobernanza de los directorios de los bancos centrales y apuntalar su independencia financiera, por ejemplo, mediante la autonomía presupuestaria y una adecuada capitalización.

**Gráfico 3.11. Impacto de los shocks de déficit fiscal: inflación general (Porcentaje)**



Fuentes: FMI, base de datos de *Perspectivas de la economía mundial* (informe WEO), y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Las proyecciones locales se calculan de la siguiente manera:  $Y_{c,t+h} - Y_{c,t} = a_c^h + \delta_t^h + \beta_I^h FP_t + \sum_{k=0}^h \delta^h$  Controls<sub>c,t-k</sub> +  $u_{it}$ , donde  $Y_{c,t}$  es la variable de resultado para el país  $c$  en el período  $t$ ,  $a_c^h$ ,  $\delta_t^h$  son efectos fijos de país y temporales para cada horizonte  $h$ ,  $FP_t$  es el shock de déficit fiscal y Controls<sub>c,t-k</sub> corresponde a un vector de variables de control para el país  $c$  en el período  $t-k$ . Frecuencia anual. Los shocks de déficit fiscal se calculan a partir de los errores de pronóstico de *Perspectivas de la economía mundial* (informe WEO) sobre el balance primario estructural. Los controles incluyen el crecimiento del PIB real actual y rezagado y la relación deuda/PIB. Muestra: Brasil, Chile, Colombia, Egipto, Filipinas, Hungría, India, Indonesia, Malasia, México, Nigeria, Perú, Polonia, Rumanía, Rusia, Sudáfrica, Tailandia, Turquía.