

# América Latina en el nuevo milenio: una región de senderos macroeconómicos que se bifurcan

## *Latin America in the New Millennium: a region of macroeconomic forking paths*

Martín Rapetti\*

Universidad de Buenos Aires y CONICET

Emiliano Libman\*

Universidad de Buenos Aires y CONICET

Gonzalo Carrera\*

Universidad de Buenos Aires

### **Resumen**

*Para mediados de los años 2000, los países de América Latina habían conseguido confluir a una situación de estabilidad macroeconómica: la inflación era baja, los balances fiscales estaban equilibrados y las cuentas externas transitaban senderos sostenibles, lejos de la frecuente amenaza de las crisis cambiarias. Si las trayectorias que los habían traído hasta ahí habían sido —con sus propios matices— similares, a partir de allí comenzaron a bifurcar. Brasil, Chile, Colombia, México, Paraguay, Perú y Uruguay lograron mantener la estabilidad adoptando gradualmente —cada uno con sus tiempos y matices— esquemas de «buenas prácticas macroeconómicas» basados en cuatro pilares: 1) una política monetaria de metas de inflación dirigidas por bancos centrales independientes y mayormente tecnocráticos; 2) una política cambiaria de flotación administrada y acumulación de reservas internacionales; 3) políticas fiscales institucionalizadas que procuran mantener un sesgo contracíclico y la sostenibilidad de la deuda pública y 4) la integración con los mercados internacionales de capital. Argentina, Bolivia, Ecuador y Venezuela, en cambio, siguieron un sendero diferente, sobre el que se desplegaron estrategias de política macroeconómica más erráticas, que privilegiaron objetivos de corto plazo y relegaron la estabilidad macroeconómica a un segundo plano. La evidencia que desplegamos en este artículo parece reflejar que los países que no adoptaron las «buenas prácticas», no solo padecieron mayor inestabilidad macroeconómica, sino que también peor desempeño en términos de crecimiento y reducción de la pobreza.*

**Palabras clave:** América Latina, Metas de Inflación, Reglas Fiscales, Independencia del Banco Central.

**Clasificación JEL:** F40, N16, O54.

---

\* The opinions expressed in this article are the author's own and do not represent those of his affiliation.

## Abstract

*By the mid-2000s, Latin American countries had achieved macroeconomic stability: inflation was low, fiscal results were balanced, and external accounts were on a sustainable path, far from the frequent threat of currency crises. Although the trajectories that had brought them there had broadly been similar, from that point onwards they began to diverge. Brazil, Chile, Colombia, Mexico, Paraguay, Peru, and Uruguay managed to maintain macroeconomic stability by gradually adopting macroeconomic schemes of «good practices» based on four pillars: 1) monetary policy frameworks based on inflation targeting, managed by independent and largely technocratic Central Banks; 2) exchange rate policies of managed floating and foreign exchange reserves accumulation; 3) institutional fiscal policies that seek to maintain a countercyclical bias and the sustainability of public debt and 4) full integration with the international capital markets. On the other hand, Argentina, Bolivia, Ecuador, and Venezuela followed a different path, with more erratic macroeconomic policy strategies that favored short-term objectives and relegated macroeconomic stability to the background. The evidence presented in this article suggests that the countries that did not adopt the «good practices» framework experienced higher macroeconomic instability, lower growth, and less poverty reduction.*

**Keywords:** Latin America, Inflation Targets, Fiscal Rules, Central Bank Independence.

## 1. Introducción

Yá Tsun, el protagonista del famoso cuento de Jorge Luis Borges, huye de su sentencia de muerte para encontrar un breve sosiego en un jardín en que los senderos se bifurcan. Probablemente sea una exageración asemejar la historia de inestabilidad macroeconómica y crisis de América Latina a un laberinto borgeano, pero no lo es contarla como una historia en que, luego de recorrer un sendero común, las trayectorias de los países comienzan a bifurcarse al poco de iniciar el siglo XXI.

En efecto, luego de décadas de inestabilidad y crisis, los países de América Latina habían confluído a mediados de los 2000 a un estado de estabilidad macroeconómica relativamente sólido. La inflación era baja, los balances fiscales estaban equilibrados, las cuentas externas se encontraban en trayectorias sostenibles y los bancos centrales contaban con significativos *stocks* de reservas internacionales, todo lo cual disminuía la posibilidad de crisis financieras y cambiarias. Tan era así que, gracias a la robustez del cuadro macroeconómico y los márgenes existentes para implementar políticas contracíclicas, los países de la región salieron prácticamente ilesos de los efectos de la crisis internacional del 2008-2009<sup>1</sup>. Sin embargo, el proceso de divergencia ya había comenzado y afectaría considerablemente el desempeño económico posterior.

Por un lado, Brasil, Chile, Colombia, México, Paraguay, Perú y Uruguay fueron forjando desde comienzos de los 2000 —cada uno con sus propias particularidades y tiempos— un esquema de «buenas prácticas macroeconómicas» cimentado en cuatro

---

<sup>1</sup> Para una discusión de las políticas adoptadas, ver, por ejemplo, Barbosa (2010), Ffrench-Davis (2010) y Dancourt (2017).

pilares: 1) una política monetaria de metas de inflación dirigida por bancos centrales independientes y mayormente tecnocráticos; 2) una política cambiaria de flotación administrada y acumulación de reservas internacionales; 3) políticas fiscales institucionalizadas que procuran mantener un sesgo contracíclico y la sostenibilidad de la deuda pública y 4) la integración con los mercados internacionales de capital.

Argentina, Bolivia, Ecuador y Venezuela, en cambio, siguieron un sendero diferente. Uno en el cual se desplegaron estrategias de política macroeconómica más erráticas, relegando al objetivo de la estabilidad macroeconómica a un segundo plano. En los casos de Argentina y Venezuela, una política fiscal que implicó niveles crecientes del gasto público como fracción del producto, financiando mediante la asistencia del Banco Central, derivó en presiones inflacionarias y cambiarias que motivaron la adopción de políticas de racionamiento en el mercado de cambios con efectos nocivos sobre la estabilidad macroeconómica y el crecimiento. En Bolivia y en Ecuador, una política fiscal de características similares, en un contexto de tipo de cambio prácticamente fijo y de dolarización, respectivamente, generaron crisis del sector externo. Los cuatro casos derivaron en primas de riesgo soberano elevadas y severas restricciones de financiamiento para el sector público. Argentina y Ecuador tuvieron, incluso, que atravesar instancias de default y la reestructuración de sus deudas soberanas a principios de la década del 2020.

En este trabajo contribuimos a la literatura sobre el desempeño de América Latina en el largo plazo, y en particular en el siglo XXI (Bértola y Ocampo, 2013; Moreno-Brid y Garry, 2016), enfatizando el papel de las políticas macroeconómicas adoptadas. Para esto, analizamos las trayectorias divergentes de los países de América Latina desde mediados de los años 2000, enfocándonos en Sudamérica y México y situando dicha etapa en una perspectiva de largo plazo. Partimos de una comparación histórica sobre el desempeño regional de los últimos ochenta años y argumentamos que, tras haber estabilizado la inflación y reducido la vulnerabilidad ante crisis financieras, en la mitad de la primera década del siglo XXI se produjo una bifurcación en lo que refiere a las estrategias de política macroeconómica. Mostramos que dicha desviación no pareciera haber sido neutra en términos de desempeño macroeconómico que siguió a partir de la década de 2010. Encontramos que los países que siguieron esquemas de «buenas prácticas macroeconómicas» tuvieron, en promedio, un mejor desempeño: crecieron más rápido, redujeron más la pobreza, sufrieron menos inflación y mantuvieron un acceso más fluido a los mercados financieros internacionales y a menor costo.

Para desplegar nuestro argumento organizamos el artículo del siguiente modo. Luego de esta introducción, ofrecemos en la sección 2 una narrativa sintética de la evolución macroeconómica de América Latina desde la segunda mitad del siglo veinte hasta los primeros años del siglo XXI. En la sección 3, describimos la bifurcación que se produjo a mediados de la década del 2000 en términos de las decisiones de política macroeconómica que tomaron los países. En la sección 4, analizamos cómo esas decisiones impactaron en el desempeño económico de los países. Finalmente, cerramos el artículo en la sección 5 con algunas consideraciones y conclusiones.

## 2. De la posguerra al comienzo del siglo XXI: un sendero común

Luego de la Segunda Guerra Mundial el crecimiento económico de América Latina estuvo limitado por un débil desempeño de las exportaciones. A pesar de que las economías de la región se habían vuelto más cerradas (particularmente desde la década de 1930), la dependencia externa se intensificó. Por al menos un par de décadas, la mayoría de los países no pudo consolidar procesos de expansión sin toparse con cuellos de botella en el sector externo. En ausencia de flujos de capitales y dado el poco financiamiento de organismos multilaterales y de origen bilateral, la oferta de divisas estaba limitada a las exportaciones. Forzadas por un contexto internacional de menor comercio internacional y que poco favorecía a la canasta exportadora de la región, los países adoptaron estrategias de crecimiento mercado-internistas en las que el Estado cobró un papel activo y buscó, inicialmente, industrializarse por la vía de sustituir importaciones (Ocampo y Ros, 2011).

De todos modos, desde el fin de la Segunda Guerra Mundial y hasta los *shocks* petroleros de principios de los años setenta, la región creció a un ritmo de cerca del 2 % anual per cápita (Tabla 1), inferior al de los países avanzados. Obviamente, cada trayectoria tuvo sus particularidades. En Argentina, Chile, Uruguay —que ya contaban con un sector urbano-moderno relativamente desarrollado— y, en menor medida, Colombia, el proceso de expansión se dio de forma interrumpida, con formato de marchas y contramarchas; los llamados ciclos de *stop-and-go* (Braun y Joy, 1981). Dentro de este grupo, Uruguay fue el de peor desempeño. En Brasil y México, en cambio, cuyas grandes poblaciones ofrecían un mercado interno de suficiente escala, pero de ingreso por habitante bajo, la expansión fue muy dinámica y sostenida (especialmente a partir de los años sesenta); superando tendencialmente el crecimiento de los países industrializados. Venezuela fue un caso excepcional por la fluida disponibilidad de divisas debido a la abundancia de petróleo y aun así el crecimiento de su economía fue mediocre. Perú tuvo un crecimiento rápido sin mayores limitaciones del sector externo. Bolivia, Ecuador y Paraguay también crecieron a ritmo sostenido entre 1,4 % y 2 % anual per cápita.

**TABLA 1**  
**TASA DE CRECIMIENTO DEL PIB PER CÁPITA TENDENCIAL**  
**POR PERÍODO**  
**(Sudamérica y México, 1951-2023)**

	Argentina	Bolivia	Brasil	Chile	Colombia	Ecuador	México	Perú	Paraguay	Uruguay	Venezuela	G7	Prom AL
<b>1951-73</b>	2,0%	1,4%	3,6%	2,0%	1,7%	1,5%	3,2%	2,5%	2,0%	-0,1%	1,1%	<b>3,6%</b>	<b>1,9%</b>
<b>1974-02</b>	0,2%	-0,2%	0,8%	3,4%	1,4%	0,5%	1,0%	-0,9%	1,8%	1,6%	-0,9%	<b>2,2%</b>	<b>0,8%</b>
<b>2003-23</b>	0,7%	2,4%	0,9%	2,0%	2,4%	1,7%	0,3%	3,1%	2,5%	2,9%	-5,7%	<b>0,8%</b>	<b>1,2%</b>

NOTA: Tasa de crecimiento anual promedio mínimos cuadrados.

FUENTE: Elaboración propia en base a Penn World Table, Banco Mundial y Fondo Monetario Internacional (FMI).

En el marco de esta dinámica de crecimiento interrumpido por las crisis de balance de pagos y la poca apertura comercial, varios países de la región —como Argentina, Brasil, Chile, Colombia y Uruguay— experimentaron procesos de inflación persistente y relativamente alta para los estándares internacionales; se la denominó «inflación crónica». Este tipo de procesos inflacionarios no llegaron a generar gran inestabilidad —lo que ocurre durante una hiperinflación— porque las economías adoptaron mecanismos de indexación formales o informales que permitieron mantener la estructura de precios relativos bastante estable. Así, América Latina pasó a ser mundialmente conocida por la persistencia de la inflación (Tabla 2). Este fenómeno tampoco fue general, ni homogéneo. Varios países de la región —como Ecuador, México, Perú y Venezuela— mantuvieron tasas de inflación bajas y estables hasta los *shocks* petroleros de los años setenta.

**TABLA 2**  
**TASA DE INFLACIÓN POR PERÍODO**  
(Tasa de variación del índice de precios al consumidor,  
Sudamérica y México, 1950-2023)

	1950-1972		1973-1991		1992-2004		2005-2023	
	Promedio	Máximo	Promedio	Máximo	Promedio	Máximo	Promedio	Máximo
Argentina	28,3%	123,6%	469,1%	3079,5%	5,0%	40,9%	<b>42,8%</b>	<b>211,4%</b>
Bolivia	<b>43,0%</b>	<b>198,0%</b>	<b>701,7%</b>	<b>11750%</b>	5,7%	12,4%	4,6%	14,0%
Brasil*	30,1%	89,5%	544,5%	2947,7%	14,1%	66,0%	5,8%	10,1%
Chile**	31,6%	83,8%	104,7%	606,1%	5,3%	12,2%	4,2%	12,8%
Colombia	9,6%	31,8%	24,5%	33,0%	14,3%	22,8%	4,9%	13,1%
Ecuador	3,6%	11,7%	29,5%	75,6%	33,0%	96,1%	2,8%	8,4%
México	5,8%	18,2%	44,3%	131,8%	14,1%	35,0%	4,5%	7,8%
Paraguay	16,4%	115,5%	19,0%	38,2%	9,2%	14,2%	5,1%	10,2%
Perú	8,6%	19,1%	651,2%	7481,7%	10,5%	48,4%	3,3%	8,5%
Uruguay	31,4%	125,3%	67,3%	112,5%	21,4%	54,1%	7,7%	9,6%
Venezuela	1,7%	10,5%	19,7%	84,5%	<b>39,3%</b>	<b>99,9%</b>	<b>7648%</b>	<b>130060%</b>
Mediana	<b>16,4%</b>	<b>83,8%</b>	<b>67,3%</b>	<b>131,8%</b>	<b>14,1%</b>	<b>40,9%</b>	<b>4,9%</b>	<b>10,2%</b>

NOTA: Para Brasil, la segunda etapa contempla el intervalo 1972-1994 para captar su hiperinflación y la tercera etapa 1995-2004.

Para Chile, la primera etapa contempla el intervalo 1950-1971 y la segunda etapa 1972-1992.

FUENTE: Elaboración propia en base al Fondo Monetario Internacional y diversas fuentes.

Durante los años sesenta, los países con inflación crónica adoptaron estrategias cambiarias consistentes en actualizar el tipo de cambio con relación a la inflación pasada, con el fin de evitar la pérdida de competitividad. Gracias a la combinación de *crawling-pegs pasivos* y un contexto internacional más proclive al comercio, Argentina, Brasil, Chile y Colombia mejoraron sensiblemente su desempeño exportador. El crecimiento se aceleró y se volvió más sostenido. Por algo más de una década, los países de la región crecieron sin estrangulamiento externo.

Con el primer *shock* petrolero en 1973, la inflación se había acelerado en casi todos los países. El aumento del precio del petróleo le dio un impulso a la inflación, mientras que los países exportadores de petróleo comenzaron a acumular una cantidad significativa de liquidez en moneda extranjera. Esto permitió que los crecientes déficits por cuenta corriente de los países importadores de petróleo —incluyendo a varios de la región—, pudieran ser cubiertos por el reciclaje de los «petrodólares».

A través de los bancos europeos y norteamericanos, que intermediaban entre los países árabes con superávit externo y los países con déficit de América Latina, el Este de Europa y, en menor medida el Sudeste Asiático, se fueron abriendo los mercados financieros globales para los países que dos décadas más tarde se llamarían «emergentes»<sup>2</sup>. Los bancos y gobiernos latinoamericanos estuvieron entre los principales tomadores de créditos de los bancos internacionales, que «reciclaban» el exceso de liquidez de las economías exportadoras de petróleo.

Algunos países aprovecharon la disponibilidad de financiamiento externo para frenar inflaciones que —producto de los *shocks* petroleros e impulsos de políticas internas «populistas» (Dornbusch y Edwards, 1990)— habían mutado de tasas de dos a tres dígitos anuales. Los casos más ilustrativos son los «Experimentos del Cono Sur»: Argentina, Chile y Uruguay. La disponibilidad de financiamiento externo posibilitó la implementación de programas de estabilización con ancla cambiaria; esquemas de devaluaciones descendentes prefijadas que se popularizaron con el nombre de «Tablitas». Con meses de diferencia, durante 1978 estos tres países adoptaron dichos esquemas cambiarios en contexto de apertura comercial y financiera. A raíz de la inercia, la inflación bajó a un ritmo significativamente menor que la tasa de devaluación preanunciada, produciendo un retraso cambiario que alimentó, junto con la expansión de la actividad, importantes déficits de cuenta corriente y la acumulación de deuda externa<sup>3</sup>.

El resto de los países de la región no sufrían de inflaciones tan altas, por lo que no tuvieron que adoptar estrategias cambiarias tan drásticas para lidiar con ellas; igualmente experimentaron procesos de apreciación real de sus monedas producto de los flujos de financiamiento externo. También vivieron años de expansión de la actividad e incrementos de los déficits de cuenta corriente y acumulación de deuda externa en casi todos los casos. Por ejemplo, en México, el descubrimiento de petróleo generó un sobreoptimismo sobre las posibilidades de la economía, que se tradujo en una sobre expansión del gasto público y privado. Brasil adoptó una estrategia de endeudamiento en la que el financiamiento externo se utilizó para apuntalar el proceso de sustitución de importaciones, en particular la expansión de la producción de energía. Colombia fue el único en donde se mantuvo un enfoque más cauto respecto al endeudamiento externo y evitó así las peores consecuencias de la crisis.

---

<sup>2</sup> Incluso los países de América Latina que producían petróleo (Bolivia, Ecuador, México y Venezuela) y se vieron beneficiados por los precios elevados, incrementaron su nivel de gasto e incurrieron en déficits por cuenta corriente y elevaron su endeudamiento público y externo.

<sup>3</sup> Para una descripción de los procesos que llevaron a las crisis, véase, por ejemplo, Dornbusch (1982) y Frenkel (1983, 2003).

A comienzos de la década de los ochenta, la dirección de los flujos de capitales se revirtió, a raíz de la política monetaria contractiva que se iniciaba en el Hemisferio Norte. El cambio del ciclo financiero global tomó a los países en condiciones de mucha fragilidad externa: con déficits de cuenta corriente muy pronunciados y fuertemente endeudados. La región entró en crisis cambiaria, financiera y de deuda soberana. Como resultado, la inflación se aceleró en toda la región sin excepción. La gran mayoría de los países pasaron a convivir con inflaciones de tres dígitos anuales (solo Chile, Colombia y Paraguay no superaron el 40 % interanual), llegando en algunos casos —como Argentina, Bolivia, Brasil y Perú— a derivar en episodios hiperinflacionarios durante la década de 1980 y comienzos de la siguiente. El crecimiento económico se detuvo casi por completo, dando lugar a la «década perdida» latinoamericana. Solo Chile, Colombia y Paraguay lograron algún grado de expansión económica, especialmente en la segunda mitad de la década.

El fracaso económico de los años ochenta favoreció la visión de que el modelo mercado-internista sustitutivo de importaciones estaba agotado y que era necesario iniciar un proceso de reformas más promercado y con mayor apertura comercial y, en menor medida, financiera. Ese era, al menos, el consenso que se había gestado en Washington durante la segunda mitad de la década de 1980 (Williamson, 1990). Una lectura revisionista más reciente ha moderado esta visión (Ocampo y Ros, 2011), enfatizando que hasta los *shocks* petroleros el desempeño había sido bastante favorable, que algunos de los obstáculos vinculados al modelo de industrialización sustitutiva habían comenzado a resolverse y que las exportaciones se habían vuelto más dinámicas.

Una nueva etapa puede delimitarse entre fines de los años ochenta y principios de los dos mil —que, a la Hobsbawm, podríamos llamar la década de los noventa «larga»—, durante la cual la región experimentó un proceso de reformas que, no sin costos a nivel productivo y social, fue bastante exitoso en materia de estabilización macroeconómica. Los países adoptaron programas de ajuste y reformas estructurales, cuyo fin era hacer sostenible la deuda pública y externa, controlar la inflación y restablecer el crecimiento. Los ajustes de las cuentas públicas (incluyendo en muchos casos privatizaciones de empresas públicas), en un contexto financiero internacional de mayor liquidez, facilitaron la estabilización macroeconómica.

Con sus matices y diferencias en el tiempo, las economías de la región lograron a lo largo de esta década «larga» derrotar la inflación y converger a tasas de inflación bajas. Es posible distinguir cuatro grupos. Por un lado, uno conformado por Bolivia, Chile, Colombia y Paraguay, que inicia esta etapa con tasas de inflación más bajas —inferior al 35 % anual— y converge a la estabilidad de precios de forma gradual a lo largo de la década del noventa.

Otro grupo es el de Argentina, Brasil, México y Uruguay, que adoptaron planes de estabilización basados en tipo de cambio fijo o semifijo para detener procesos inflacionarios que estaban a punto de salirse de control. México logró su estabilización mediante el «Pacto de Solidaridad» de 1987, que coordinó los precios clave de la economía (el tipo de cambio, los salarios y las tarifas), adoptando un esquema

de tipo de cambio cuasi fijo. Argentina implementó el plan de Convertibilidad en 1991, transformando al Banco Central en una caja de conversión moderna; vale decir, que solo emitía moneda local comprando dólares a una tasa fija de un peso por dólar. Brasil adoptó el «Plan Real» en 1994, introduciendo una unidad de cuenta indexada y luego convirtiendo los contratos a esa unidad que un año después se transformaría en moneda, el Real. Uruguay adoptó un esquema más ecléctico y gradualista en el que el tipo de cambio terminó operando como principal ancla nominal. En todos estos casos la inflación descendió de picos de tres dígitos —en los casos de Argentina y Brasil, habiendo pasado incluso por episodios hiperinflacionarios— a tasas de un solo dígito.

Ecuador podría sumarse a este grupo porque también tuvo un descenso de la inflación de tres a un solo dígito anual usando un ancla cambiaria. El caso ecuatoriano, sin embargo, merece dos observaciones. La primera es que implementó la forma más extrema de fijación, adoptando al dólar estadounidense como moneda de curso legal; es decir, dolarizando su economía. La segunda es que hubo que esperar hasta el año 2000; vale decir, que logró la estabilización mucho más tardíamente que el resto de los otros casos.

Perú y Venezuela pueden considerarse cada uno como un caso especial. En Perú, la hiperinflación de finales de los años ochenta había dejado como legado un alto grado de dolarización de la cartera del sector privado. El programa de estabilización de agosto de 1990 incluyó la unificación cambiaria, la liberalización de precios reprimidos, un fuerte ajuste fiscal y una drástica contracción de los agregados monetarios en términos reales. El *shock* —luego popularizado como el «Fujishock»— derivó en una fuerte contracción de la liquidez, suba de la tasa de interés, propiciando una desdolarización de los portafolios privados y la apreciación real de la moneda (Dancourt, 1997). Lo distintivo del programa peruano —por eso lo consideramos un caso particular— es que el plan de estabilización carecía de un ancla cambiaria explícita, algo atípico en contextos de hiperinflación. Podría decirse, que Perú fue el único caso en la región que estabilizó los precios sin algún grado de compromiso explícito sobre el tipo de cambio. Finalmente, Venezuela también constituye un caso particular porque su estabilización —lanzada en 1996 con el plan conocido como «Agenda Venezuela»— solo tuvo un éxito parcial: logró bajar la inflación fuertemente desde los tres dígitos anuales, pero sin nunca alcanzar el dígito anual, como sí lo hizo el resto de los países de la región.

A pesar del éxito en materia de control de la inflación, el desempeño económico durante esta etapa tuvo luces y sombras. Ciertamente, durante la «década larga» de los noventa, el crecimiento fue mayor que durante la «década pérdida» de los ochenta, pero menor que durante el período sustitutivo de importaciones y los indicadores sociales apenas recuperaron los niveles previos a la crisis de la deuda. Tal vez más importante en términos de estabilidad macroeconómica, la mayor parte de los países sufrieron las consecuencias de exponerse «desprevenidamente» a la volatilidad de los flujos de capital externos. Muchos de los países de la región volvieron a sufrir crisis sobre el final de este período: México en 1994 (cambiaria y financiera), Ecuador



en 1998-99 (cambiaria, financiera y de deuda), Bolivia en 1999 (financiera), Brasil en 1999 (cambiaria), Colombia en 1999 (financiera), Argentina en 2001-2002 (cambiaria, financiera y de deuda), Uruguay en 2002 (cambiaria, financiera y de deuda), Venezuela en 2002 (cambiaria) y Paraguay en 2002-2003 (financiera y de deuda).

### 3. Los senderos se bifurcan

Para mediados de los años 2000, los países de América Latina habían logrado derrotar una fuente de inestabilidad macroeconómica que había acechado a la región por décadas: la inflación. Todos los países de Sudamérica y México tenían tasas de inflación de un dígito anual; salvo Venezuela, que durante la primera mitad de los 2000 osciló en torno al 20 % anual, aunque llegó a descender a un mínimo de 13,7 % en 2006.

Pero el grado de estabilidad macroeconómica de la región iba más allá de tasas de inflación bajas. Detengamos nuestra narrativa un instante en este momento histórico, para caracterizarlo con mayor detalle. La Tabla 3 muestra un conjunto de variables económicas y da cuenta del inédito cuadro de estabilidad macroeconómica respecto a la historia que veníamos contando. Además de tasas de inflación históricamente bajas, se advierten superávits fiscales primarios, saldos de cuenta corriente relativamente balanceados, considerables *stocks* de reservas internacionales y todos los países estaban creciendo a tasas saludables.

**TABLA 3**  
**ESTABILIDAD MACROECONÓMICA DE MEDIADOS DE 2000's**  
**(Variables seleccionadas, Sudamérica y México, 2005)**

	Resultado fiscal primario (% PIB)	Balance Cuenta Corriente (% PIB)	Reservas internacionales (% PIB)	PIB per cápita (var % anual prom. geométrico 2003-05)	Inflación interanual
Argentina	5,2%	2,7%	13,6%	7,8%	9,6%
Bolivia	0,8%	6,5%	13,9%	2,0%	5,4%
Brasil	3,6%	1,3%	6,0%	2,2%	6,9%
Chile	5,0%	1,5%	13,8%	4,7%	3,1%
Colombia	2,1%	-1,3%	10,2%	3,2%	5,0%
Ecuador	2,6%	1,1%	4,1%	3,2%	2,1%
México	1,3%	-0,6%	8,1%	0,8%	4,0%
Paraguay	2,1%	-0,6%	12,1%	2,3%	8,1%
Perú	1,6%	1,5%	18,3%	4,1%	1,6%
Uruguay	3,8%	0,2%	16,2%	4,3%	4,7%
Venezuela	7,1%	17,5%	16,7%	4,6%	16,0%
Mediana	2,6%	1,3%	13,6%	3,2%	5,0%

FUENTE: Elaboración propia en base a datos del World Economic Outlook y las International Financial Statistics, FMI.

Parados sobre este momento histórico podríamos comenzar una nueva historia; una en la que el sendero de los países de la región —que, con sus matices propios y no exentos de episodios idiosincrásicos, había sido similar hasta aquí— comienza a bifurcarse. El contexto internacional era ciertamente favorable para la región, dado que las tasas de interés internacionales se mantenían bajas y los precios de las *commodities* subirían y se mantendrían elevados hasta mediados de la década siguiente. Al igual que el de la mayoría de los «mercados emergentes», la brecha de ingresos con los países avanzando se achicó (Cubeddu *et. al.*, 2014).

A partir del nuevo milenio, el grueso de los países de la región comienza a diseñar —también con sus matices propios— un régimen de política económica que busca solidificar la estabilidad macroeconómica conseguida luego de varias décadas de inestabilidad y crisis. A grandes rasgos este régimen está basado en cuatro pilares: 1) una política monetaria de metas de inflación dirigidas por bancos centrales independientes y mayormente tecnocráticos; 2) una política cambiaria de flotación administrada en la que los bancos central buscan acumular reservas internacionales como estrategia macroprudencial; 3) políticas fiscales institucionalizadas que procuran mantener un sesgo contracíclico y la sostenibilidad de la deuda pública y 4) la integración con los mercados internacionales de capital. Este esquema de política macroeconómica pareciera ser lo que en la actualidad se consideran «buenas prácticas macroeconómicas» por los organismos internacionales y la academia<sup>4</sup>. Este esquema ha sido adoptado —insistimos, cada uno con sus propios matices y cronología— por Brasil, Chile, Colombia, México, Paraguay, Perú y Uruguay. Para referirnos a este grupo de países usaremos de modo simplificado la designación «buenas prácticas macroeconómicas». Argentina, Bolivia, Ecuador y Venezuela, en cambio, transitaron un sendero diferente, sobre el que se desplegaron estrategias de política macroeconómica más erráticas, que privilegiaron objetivos de corto plazo y relegaron la estabilidad macroeconómica conseguida a mediados de los años 2000 a un segundo plano<sup>5</sup>.

A nivel teórico, el régimen de «buenas prácticas macroeconómicas» suponía, al menos a principios de los 2000, la adopción de un esquema de metas de inflación combinado con la flotación cambiaria «pura». La idea en boga en aquel entonces, cuando los países de América Latina comenzaron a migrar hacia esquemas más flexibles, era que las dos únicas opciones en un mundo con alta movilidad de capitales eran la flotación pura o la adopción de arreglos totalmente rígidos (*hard pegs*), lo que se popularizó como la «visión bipolar». Esta visión esencialmente reflejaba el *trilemma* de economías abiertas, según el cual los hacedores de política económica pueden elegir solo dos de las siguientes tres opciones: a) tipo de cambio fijo;

---

<sup>4</sup> En los organismos internacionales como el FMI, por ejemplo, la adopción de esquema de Metas de Inflación (que presupone en alguna medida los otros elementos del régimen) es un supuesto base de los modelos macroeconómicos producidos por el departamento de investigación (Berg *et. al.*, 2023).

<sup>5</sup> Una discusión pormenorizada de las trayectorias y políticas adoptadas en cada uno de los países durante este período excede el alcance de este artículo. Para una discusión de los casos, véase Damill *et. al.* (2015); Barbosa-Filho (2015); Kehoe *et. al.* (2022); Ffrench-Davis (2015); Ocampo y Malagón (2015); Cueva y Díaz (2022); Ros (2015); Charotti *et. al.* (2022); Dancourt (2015); Oddone y Marandino (2022) y Vera (2015).

b) autonomía para conducir la política monetaria y c) integración financiera con los mercados internacionales. Como la globalización financiera era tomada como un hecho inexorable, las opciones eran las dos primeras. Las crisis de los años noventa y principios de los 2000, que ocurrieron en países con algún régimen de tipo de cambio fijo, dieron crédito a favor de la segunda opción.

Al poco de andar con esquemas de flotación, sin embargo, los países comenzaron a notar que —dado el pequeño tamaño de sus mercados cambiarios relativo al de los flujos de capital— el comportamiento de los tipos de cambios podía ser muy volátil y afectar la estabilidad macroeconómica. Los bancos centrales de la región comenzaron a intervenir en los mercados de cambio para evitar depreciaciones bruscas durante la primera parte de los 2000 —lo que se denominó «miedo a flotar» (Calvo y Reinhart, 2002)— y luego ya en la segunda mitad para evitar apreciaciones bruscas —lo que se denominó «miedo a apreciar» (Levy-Yeyati *et. al.*, 2013). Así, lo que comenzó como un ideal de flotación «pura» derivó en la práctica en esquemas de «flotación administrada» que, con el tiempo, fueron ganando aceptación y fundamentación en el mundo académico<sup>6</sup>.

Los pioneros en materia de flotación en la región fueron Chile y Colombia. Ambos atravesaron la década de los noventa consolidando un largo proceso de reducción de la inflación combinada con un esquema más flexible de bandas reptantes (*crawling bands*) que arrancó en los años ochenta, llevando la inflación desde el 20-30 % hasta un único dígito a mediados de los noventa. Los dos países comenzaron el proceso adoptando un esquema de política monetaria *sui generis*: Chile, anunciando metas de inflación en 1990 y Colombia garantizando la independencia del Banco Central en la constitución del año 1991. El proceso de adopción formal de flotación con Metas de Inflación se consolidó en ambos casos hacia 1999, cuando la inflación había descendido a niveles similares a los de los países avanzados, en torno al 2-3 % anual.

En 1994 en México y en 1999 en Brasil, se produjo el abandono de los esquemas cambiarios rígidos (*pegs*) que estaban vigentes hasta entonces. Tras devaluar, mudaron hacia esquemas más flexibles. Brasil comenzó a flotar y adoptó el esquema de Metas de Inflación formalmente en el año 1999. México había comenzado a flotar en 1995, pero recién adoptó formalmente el esquema de Metas en 1999.

A pesar de tener un elevado grado de dolarización financiera, Paraguay, Perú y Uruguay lograron —mediante la adopción de políticas macroprudenciales— convivir con un elevado grado de flexibilidad cambiaria. En paralelo, Perú (al igual que Bolivia, aunque en este caso con un esquema cambiario rígido) fue recorriendo un paulatino proceso de desdolarización. En Paraguay y Uruguay, en cambio, hubo cambios mucho menos significativos en el grado de dolarización financiera.

---

<sup>6</sup> El análisis económico y empírico fue advirtiendo que la flotación «administrada» puede convivir con un Banco Central con capacidad para determinar las tasas de interés domésticas, incluso si no hay restricciones relevantes a la movilidad de capitales (Bofinger y Wollmershäuser, 2003; Frenkel, 2007; Frankel, 2019).

En 2011 Paraguay, que ya venía experimentando con la flotación cambiaria adoptó un esquema de Metas de Inflación, similar al de los demás países de la región. Uruguay hizo lo propio formalmente en el año 2013, aunque en este caso la inflación no fue en promedio tan reducida como en los demás países. En Perú, el esquema de Metas se adoptó en 2002. A diferencia de otros casos de la región, en los que el grado de flexibilidad cambiaria es mayor, el Banco Central peruano interviene con mayor frecuencia en el mercado de cambios, con el fin de mantener un nivel de reservas internacionales adecuada (como seguro contra corridas de los depósitos en moneda extranjera), evitar corridas bancarias y minimizar el efecto «hojas de balance» (Dancourt, 2015).

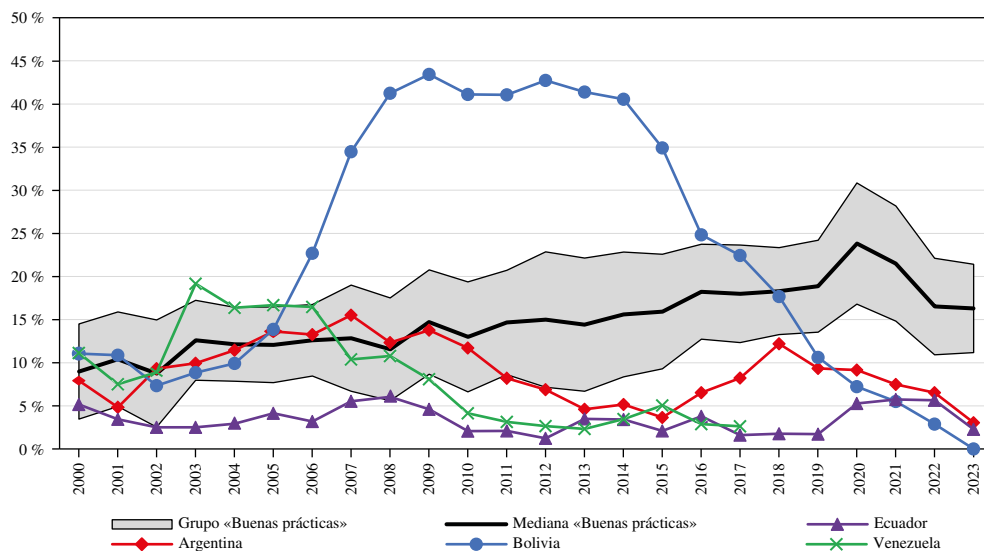
El peruano no es un caso excepcional dentro del grupo de «buenas prácticas». El esquema de Metas de Inflación y flotación adoptado en América Latina se combinó con bancos centrales que acumulaban reservas internacionales en sus balances para disponer de poder de fuego para intervenir cuando hubiera presiones compradoras en los mercados cambiarios. Ese poder de fuego mostró ser muy útil para contener la salida de capitales provocada por la crisis financiera global de 2008-09 (Ocampo, 2010).

La Figura 1 muestra la bifurcación entre ambos grupos en lo que refiere a la acumulación de reservas internacionales. Todas estas economías que siguieron las «buenas prácticas macroeconómicas» tienen una relación de reservas internacionales sobre PIB mayor a la que tenían a mediados de los años 2000, mientras que las del otro grupo han caído por debajo. El caso de Bolivia es muy singular. Tras iniciar la década de los 2000 como el resto de la región, llegó a disponer un *stock* de reservas internacionales excepcionalmente alto en 2014 (aproximadamente un 50 % del PIB), para luego comenzar un proceso de desacumulación persistente y llegar a un nivel casi nulo. De las economías estables, Chile es la única que no ha acumulado un *stock* significativo en las arcas de su Banco Central, pero sí ha engrosado el tamaño de sus fondos de estabilización.

La política cambiaria de los países que no han adoptado el esquema de «buenas prácticas» se ha caracterizado por un menor grado de flexibilidad e incluso el uso extensivo de controles. En Bolivia y Ecuador ha sido muy evidente. En el primer caso, porque las autoridades mantienen un tipo de cambio fijo, en el segundo, por la vigencia de la dolarización. Esto ha impedido que se manifiesten presiones inflacionarias. En la medida en la que no se abandone el tipo de cambio fijo o la dolarización, es de esperarse que los precios se mantengan estables. La mayor estabilidad de precios, sin embargo, tiene como contracara una mayor inestabilidad real: los esquemas de tipo de cambio fijo aumentan la exposición de la economía doméstica ante, por ejemplo, cambios en los precios de las *commodities* y las condiciones financieras globales, lo que eleva la volatilidad de la actividad y el empleo.

Argentina y Venezuela mantuvieron esquemas de tipo de cambios «múltiples» debido a la presencia de restricciones de acceso al mercado de cambios. En Argentina entre 2011 y 2015 y, luego, desde 2019 en adelante; en Venezuela desde

**FIGURA 1**  
**RESERVAS INTERNACIONALES**  
 (% del PIB, Sudamérica y México, 2000-2023)



NOTA: Los límites superior e inferior corresponden a un desvío estándar con relación a la mediana.

FUENTE: Elaboración propia en base a datos del World Economic Outlook y las International Financial Statistics, FMI.

2010<sup>7</sup>. Ante la aceleración inflacionaria y las presiones sobre el mercado de cambio, que eran señales de alarma sobre la insostenibilidad del esquema macroeconómico, las autoridades optaron por imponer restricciones al acceso al mercado oficial de cambios, generando la reaparición de mercados de cambios paralelos poco transparentes y de difícil control<sup>8</sup>. La lógica del funcionamiento del mercado de cambios, en lugar de operar en función de la asignación de recursos compatible con la sostenibilidad externa y el crecimiento, se enfocó en evitar a toda costa la devaluación del tipo de cambio oficial. En ambos casos, las autoridades intentaron sin éxito evitar las subas en los mercados paralelos, cuya influencia sobre el precio de los bienes transables —y en alguna medida sobre los no-transables— fue creciendo con el paso del tiempo.

Las restricciones cambiarias aplicadas por estos países no lograron el objetivo para el que fueron implementadas, léase evitar la depreciación de la moneda y la

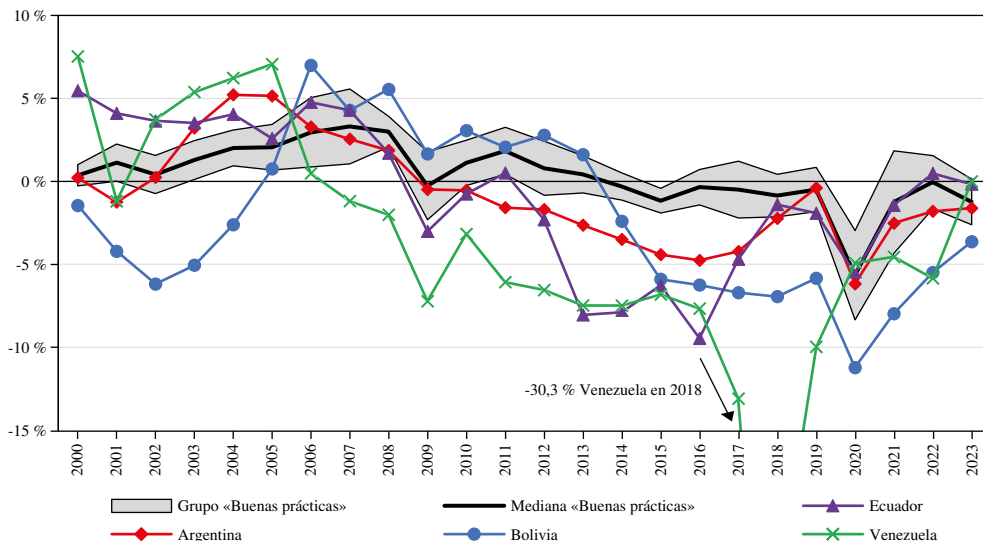
<sup>7</sup> Recientemente (abril del 2023), Bolivia comenzó a moverse en la misma dirección. Por la fuerte caída en su stock de reservas internacionales y, ante las presiones sobre los depósitos bancarios y en el mercado de cambios, las autoridades han optado por racionar el abastecimiento de moneda extranjera al tipo de cambio oficial, generando un incipiente mercado paralelo.

<sup>8</sup> Tras un período de eliminación de las restricciones entre diciembre del año 2015 y agosto del 2019, la Argentina volvió a restringir fuertemente el acceso a las divisas y los movimientos de capitales, en un contexto de racionamiento crediticio con los mercados internacionales, una nueva reestructuración de la deuda pública (en Agosto del 2020) y dos programas con el FMI por unos 44.000 millones de dólares, una cifra récord para el organismo (el del año 2018, revisado y luego redefinido en el 2022).

pérdida de reservas internacionales. Es un resultado muy estudiado que cuando las restricciones cambiarias se adoptan de forma sostenida y generalizada para evitar la corrección de un desequilibrio macroeconómico, reducen inicialmente la pérdida de reservas internacionales, pero derivan en un efecto «goteo», al estimular prácticas como la sobrefacturación o el adelantamiento del pago de importaciones, la subfacturación o el retraso de la liquidación de exportaciones, todo lo cual deriva en crecientes expectativas de depreciación. Por estas razones, una suba del tipo de cambio paralelo suele traducirse a la larga en una subida del tipo de cambio oficial. En pocas palabras, la adopción de restricciones cambiarias en América Latina no fue históricamente un mecanismo efectivo para evitar una devaluación (Libman, 2018a).

Otra cuestión que ha diferenciado los desempeños macroeconómicos de los países de la región durante el nuevo milenio ha sido la política fiscal y de endeudamiento del sector público. Los países que adoptaron esquemas de «buenas prácticas macroeconómicas» han mantenido saldos fiscales generalmente superavitarios o equilibrados, o excepcionalmente, déficits que no han superado el 1-2 % del PIB (exceptuando lo ocurrido durante la pandemia asociada a la COVID-19). En contraste, Argentina, Bolivia, Ecuador y Venezuela han exhibido una tendencia al crecimiento del déficit, asociada a la expansión de la cobertura social y subsidios que contribuyeron a contener las presiones inflacionarias, mayormente vinculadas al precio de la electricidad, el combustible y el transporte público. La Figura 2

**FIGURA 2**  
**RESULTADO FISCAL PRIMARIO**  
(Gobierno general, % del PIB, Sudamérica y México, 2000-2023)



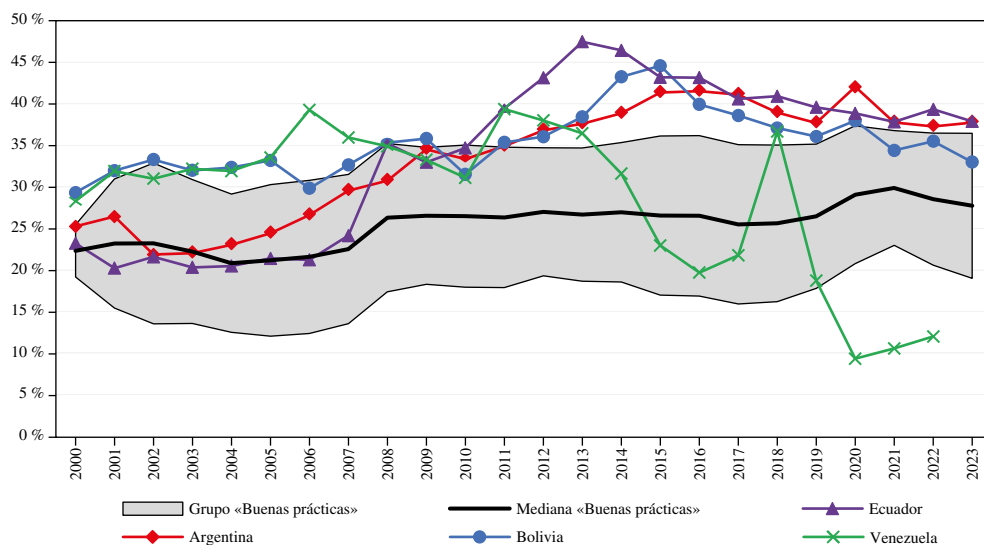
NOTA: Los límites superior e inferior corresponden a un desvío estándar con relación a la mediana.

FUENTE: Elaboración propia en base a datos del World Economic Outlook y las International Financial Statistics, FMI.

muestra que la tendencia general en la región ha sido pasar de saldos fiscales primarios superavitarios a deficitarios. Este fenómeno se volvió más pronunciado durante la pandemia asociada a la COVID-19, cuando se suspendieron las reglas fiscales para permitir cierta flexibilidad. Se observa, sin embargo, que las economías que no siguieron las «buenas prácticas macroeconómicas» acentuaron el desequilibrio de las cuentas públicas con anterioridad. Se han hecho algunos esfuerzos por equilibrar el presupuesto en Argentina y en Ecuador, y, en menor medida, en Bolivia y Venezuela.

Uno de los elementos responsables de los cambios en el resultado fiscal ha sido la evolución del gasto público (Figura 3). Las economías que han seguido el manual de «buenas prácticas macroeconómicas» han mantenido niveles de gasto relativamente más moderados, aunque los niveles varían entre ellos; la dispersión que se observa obedece a que Brasil tiene niveles de gasto más elevados, cercanos al 40 % del PIB, mientras que Perú y Paraguay se ubican en torno al 20 % o menos. Las que no, en cambio, han permitido un crecimiento pronunciado, que se tradujo, eventualmente, en recortes. En los casos de Argentina y Venezuela, el ajuste del sector público ocurrió «indirectamente», por medio de la licuación de partidas presupuestarias debido a la aceleración de la inflación, mientras que en Bolivia y Ecuador el proceso estuvo impulsado por recortes «directos» de partidas.

**FIGURA 3**  
**GASTO PÚBLICO**  
(Gobierno general, % del PIB, Sudamérica y México, 2000-2023)



NOTA: Los límites superior e inferior corresponden a un desvío estándar con relación a la mediana.

FUENTE: Elaboración propia en base a datos del World Economic Outlook, FMI.

Otra diferencia en la dimensión fiscal es que las economías que adoptaron «buenas prácticas macroeconómicas» fueron construyendo a lo largo de este último período una serie de instituciones fiscales, concebidas para sostener y fortalecer la estabilidad macroeconómica. Las reglas fiscales son un ejemplo de institución fiscal. Hasta el año 2021 en el mundo existían 105 países que contaban con algún tipo de regla fiscal en al menos algún nivel de gobierno (Davoodi *et. al.*, 2022a). La combinación más usual es tener simultáneamente reglas sobre el resultado, la deuda y el gasto público (33 % de los países, ver Davoodi *et. al.*, 2022b). Predominan los casos en los que restringen al sector público nacional estipulando algún tipo de límite al déficit fiscal (Ardanaz *et. al.*, 2019; ver el Apéndice I para una descripción más abarcativa de las instituciones fiscales de los casos de estudio).

Chile es pionero en la región en materia de la implementación de reglas fiscales. Durante los años ochenta y noventa mantuvo un superávit fiscal en torno al 1-2 % del PIB y desde 1985 existe un fondo de estabilización creado con el objeto de reducir la exposición de la economía chilena a las fluctuaciones del precio del cobre<sup>9</sup>. Actualmente, existe una regla fiscal que procura que en el largo plazo el nivel de déficit sea consistente con la sostenibilidad de la deuda pública. Los excedentes fiscales, asociados a los precios favorables de las materias primas, se acumulan en el Fondo de Estabilización Económica y Social. Por su parte, el Fondo de Reserva de Pensiones se encarga de administrar los ahorros destinados a las jubilaciones y pensiones.

Colombia, al igual que Chile, cuenta con una regla fiscal cuyo objetivo es el balance estructural. Este tipo de reglas son más complejas y requieren de un mejor andamiaje institucional. Tienen ventaja sobre el resto del tipo de reglas, ya que permiten cierta flexibilidad para adoptar políticas contracíclicas. A diferencia de, por ejemplo, una regla que fija un techo para el gasto o la deuda, que pueden ser útiles para garantizar la sostenibilidad fiscal pero se pueden tornar restrictivas —por ejemplo en un contexto recesivo—, las reglas de balance estructural permiten cierta sintonía fina. Pero cuanto más compleja es una regla, menos claridad transmite al público.

En los restantes países adherentes a las «buenas prácticas» existen reglas fiscales, aunque no operan exclusivamente (o necesariamente) sobre el balance fiscal. En Brasil el presupuesto debe seguir una «regla de oro» por la cual las operaciones del crédito del gobierno central no pueden exceder los gastos de capital. En México, el resultado fiscal debe ser consistente con la estabilidad de la deuda de todo el sector público no financiero. Paraguay tiene un techo al déficit fiscal del 1,5 % del PIB y en Perú no puede sobrepasar el 1 % del PIB. Brasil, México, Paraguay y Perú tienen también reglas que limitan el crecimiento del gasto, en función de la inflación y el crecimiento potencial de la economía. Por su parte, Uruguay posee un límite al nivel de la deuda pública, algo que también ocurre en Brasil y en Perú.

---

<sup>9</sup> La regla actual data formalmente del año 2006 (Ley n° 20.128) y se basa en el concepto de «Balance Estructural», que resulta de estimar el saldo fiscal que se obtendría en un año particular si el precio del cobre estuviera en su nivel de mediano plazo y la actividad económica (medida a través del PIB) estuviera en su nivel de tendencia (Ffrench-Davis, 2016).



Todos los países que siguen las «buenas prácticas» cuentan con un Consejo Fiscal. Dicha institución se encarga de asesorar a las autoridades, preparar informes, supervisar el cumplimiento de la regla fiscal y otras cuestiones<sup>10</sup>. Sus autoridades son elegidas por un período de varios años, tienen acceso a la información para realizar sus tareas y cuentan por lo general con personal de apoyo idóneo. Los Consejos Fiscales de estos países son instituciones dependientes del poder ejecutivo o legislativo y no tienen la capacidad de decidir o vetar la política fiscal.

En los países que no siguen esquemas institucionalizados, en cambio, las reglas y los fondos son inexistentes (Bolivia y Venezuela) o existen, pero su diseño e implementación es demasiado laxo. En el caso de Argentina, donde hay una regla fiscal y un Consejo Federal de Responsabilidad Fiscal que reúne a los Ministros de Economía Provinciales y Nacional, existen límites sobre el crecimiento del gasto y sobre el endeudamiento provincial. Sin embargo, el techo al endeudamiento provincial no es vinculante y su aplicación fue suspendida o modificada en reiteradas ocasiones, limitando la efectividad de los mecanismos institucionales para controlar el gasto. Adicionalmente, la participación en el Consejo Fiscal, que según la legislación debería aplicar sanciones por el incumplimiento de la regla fiscal, no es de carácter obligatorio.

Ecuador cuenta con una regla fiscal compleja, que limita tanto el gasto como el nivel de la deuda; inclusive tuvo un fondo de estabilización para acumular los excedentes provenientes de los ingresos petroleros. Pero entre 2008 y 2016 todas estas iniciativas, adoptadas a comienzos de los años 2000 para hacer más robusta una economía que acababa de adoptar la dolarización, fueron suspendidas y los excedentes del fondo se consumieron.

Ciertamente, las instituciones fiscales en las economías más estables distan de ser perfectas. Por ejemplo, en Brasil el sector público expandió su presencia en la economía mediante el BNDES (el Banco Nacional de Desarrollo) y Petrobras (la compañía petrolera estatal), incrementando el déficit del sector sin que esto se refleje en las estadísticas oficiales (Ayres *et. al.*, 2022). Si bien la gran mayoría de los consejos fiscales son denominados independientes, todos estos están adscritos a distintos órganos de gobierno (del poder ejecutivo o legislativo), lo que reduce su autonomía. Adicionalmente, el incumplimiento de las metas es relativamente frecuente<sup>11</sup>. A pesar de estos problemas, existe evidencia de que la presencia de reglas fiscales tiene efectos macroeconómicos positivos, incluso cuando existan desvíos con respecto a lo pautado por la regla<sup>12</sup>. En todas estas experiencias, la presencia de

---

<sup>10</sup> En Chile existen dos comités de expertos que proveen una estimación del nivel de producto potencial y del precio del cobre a largo plazo, dos datos claves para estimar construir la regla fiscal (Ffrench-Davis, 2016).

<sup>11</sup> Según Larch y Santacroce (2020), el cumplimiento promedio de las reglas fiscales de los países europeos durante 1998-2019 fue de un poco más del 50 %. Reuter (2019) encuentra que el promedio de cumplimiento de todas las reglas fiscales en 20 países miembros de la Unión Europea es de 51 % para el período 1995-2015. Además, las reglas de deuda suelen ser cumplidas con mayor frecuencia que las de balance y de gasto (88 % de cumplimiento, versus 35 % en las reglas de balance y 45 % en las reglas de gasto).

<sup>12</sup> Eyraud *et. al.* (2017) estudian la zona euro durante el período 1999-2015 y encuentran incumplimientos en el 80 % de las observaciones, con casi dos tercios de los países, excediendo el objetivo de mediano plazo en todos los años. A pesar de estos desvíos, Reuter *et. al.* (2022) documenta que una política fiscal discrecional amplifica

reglas parece haber limitado el tamaño de los desequilibrios fiscales y contribuido a mantener regímenes macroeconómicos más estables.

En relación a las instituciones de política monetaria, los países que adoptaron esquemas de «buenas prácticas macroeconómicas» cuentan con Bancos Centrales independientes. Salvo Brasil, que recién la estableció en 2021, la independencia de los bancos centrales está garantizada legalmente desde la década de los noventa en todas las economías estables. En general, para dirigir los bancos centrales en estos países se han designado a profesionales con credenciales académicas —educados en universidades estadounidenses o europeas— y que transmiten al público una clara aversión a la inflación (lo que suele denominarse en la jerga habitual banquero central «ortodoxo», «conservador» o «hawkish») <sup>13</sup>. Si bien no es indispensable que un banquero central cuente con estas características para cumplir correctamente con su tarea —e incluso puede fracasar, aunque las tenga—, la presencia de autoridades con un perfil «ortodoxo» o «hawkish» tiende a transmitir un compromiso con la estabilidad de precios por parte de las autoridades monetarias y contribuye a reducir el sesgo inflacionario de la política monetaria (Rogoff, 1985).

En los países menos estables, en cambio, el Banco Central no es independiente, o al menos no lo fue durante buena parte del período en que los senderos se bifurcan. En estos países, el banquero central puede y suele ser más fácilmente removido. Por ejemplo, contando desde el año 2000, el Banco Central de Argentina tuvo dieciséis presidentes, el de Bolivia tuvo ocho, el de Venezuela tuvo diez, contra los cinco que tuvo el de Brasil, los cuatro que tuvo el de Colombia, los seis que tuvo el de Chile, los cuatro que tuvo el de México y los cinco que tuvo el de Perú <sup>14</sup>.

En Argentina (2012) y Ecuador (2008), se reformó la carta orgánica minimizando el *rol* de la política monetaria como instrumento para la estabilidad de precios o para decidir la política monetaria directamente desde el poder ejecutivo <sup>15</sup>. Cuando la inflación comenzó a acelerarse, las autoridades argentinas, en lugar de combatirla, optaron por ocultarla fraguando las estadísticas públicas. En 2007 se produjo una intervención del organismo que compila las estadísticas públicas —el Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (INDEC)— para evitar que se conociera que la tasa de inflación superaba el dígito anual. La manipulación se fue extendiendo a otras estadísticas hasta que en 2016 se restauró el normal funcionamiento del INDEC. Algo similar ocurrió en Venezuela con el Instituto Nacional de Estadísticas (INE), en donde prácticamente existe un apagón estadístico hasta la actualidad.

Adicionalmente, en estas economías que no han seguido las «buenas prácticas»,

---

la volatilidad del PIB y que las reglas son efectivas para limitar la volatilidad fiscal. La mera existencia de estas reglas puede tener efectos macroeconómicos positivos, al actuar como referencia para la autoridad fiscal y el público, y promover la predictibilidad de la política fiscal.

<sup>13</sup> Obviamente, esta caracterización es genérica y cada caso tiene particularidades propias. Ver el Apéndice II para más detalle.

<sup>14</sup> En Brasil, Colombia, México y Perú, para averiguar quiénes fueron los últimos cinco banqueros centrales hay que remontarse hasta al menos la década de los noventa (y la de los ochenta para el caso de Colombia), lo que indica que la duración de los mandatos es larga.

<sup>15</sup> En el caso de Ecuador, un presidente del Banco Central (que era pariente del Presidente de la Nación) presentó un título de licenciatura en economía falso y debió renunciar.

el Banco Central ha incrementado su asistencia al Tesoro. Incluso en Ecuador, cuya economía está dolarizada, el fisco disminuyó el respaldo en dólares del sistema bancario mediante la colocación de títulos públicos. Aunque en teoría el Banco Central no puede asistir al fisco bajo un sistema de dolarización, el Banco de Ecuador otorgó financiamiento de hasta por un 10 % del PIB, intercambiando reservas internacionales por títulos de baja liquidez (Erraez y Reynaud, 2022). Aunque existen menos limitaciones legales, en Argentina se recurrió a una práctica similar, intercambiando reservas internacionales por «Letras Intransferibles» en numerosas ocasiones<sup>16</sup>.

La Tabla 4 resume de forma estilizada la presencia de instituciones de política fiscal y monetaria por país y da cuenta la diferencia entre los dos grupos de países.

**TABLA 4**  
**PRINCIPALES INSTITUCIONES FISCALES Y MONETARIAS**  
**(Sudamérica y México)**

	Banco Central Independiente	Metas de Inflación	Banquero central «ortodoxo»	Reglas Fiscales	Fondos anticíclicos	Consejo fiscal
<b>Argentina</b>	—	transitorias 2016-2018	ocasionalmente	gasto y deuda	sí	2004
<b>Bolivia</b>	—	no	—	—	—	—
<b>Brasil</b>	2021	desde 1999	sí	gasto, balance y deuda	—	2016
<b>Chile</b>	1989	desde 1999	sí	balance	sí	2013
<b>Colombia</b>	1991	desde 1999	sí	balance	sí	2011
<b>Ecuador</b>	2021	no	—	gasto, balance y deuda	—	—
<b>México</b>	1994	desde 1999	sí	gasto, balance y deuda	—	1998
<b>Paraguay</b>	1995	desde 2011	sí	gasto, balance y deuda	—	2016
<b>Perú</b>	1993	desde 2002	sí	gasto, balance y deuda	—	2015
<b>Uruguay</b>	1995	desde 2013	—	deuda	—	2021
<b>Venezuela</b>	—	no	—	—	—	—

FUENTE: Elaboración propia en base Ardanaz *et. al.* (2019), Davoodi *et. al.* (2022a), Cetrángolo *et. al.* (2022) y datos de los Bancos Centrales nacionales. Ver los Apéndices 1 y 2.

#### 4. Política macroeconómica y desempeño económico

Obviamente, no es posible atribuir el desempeño macroeconómico exclusivamente al diseño e implementación de las estrategias de política macroeconómica seguidas desde mediados de la década del dos mil. Sin embargo, un primer análisis de la evidencia luce sugestivo.

<sup>16</sup> Por ejemplo, para cancelar la deuda con el FMI existente a diciembre del año 2006, por unos 9.800 millones de dólares, el tesoro emitió tomó reservas internacionales a cambio de dichas letras, que son títulos ilíquidos denominados en moneda extranjera. Repitió esta práctica en varias ocasiones más para pagar otras deudas en moneda extranjera desde aquel entonces.

Como se observa en la Tabla 5, tomando como punto de partida 2006, el crecimiento económico ha sido más lento en los casos de Venezuela, México, Argentina y Brasil (en ese orden). Si la evaluación se hace partiendo de 2014 (cuando el crecimiento de la región en su conjunto se desaceleró), el orden es Venezuela, Argentina, Brasil y Ecuador; los tres primeros son los únicos países que experimentaron un crecimiento del PIB per cápita negativo. Bolivia —otra economía que no ha adoptado un esquema de «buenas prácticas macroeconómicas»— es una clara excepción. Se ubica entre los mejores desempeños de la región contando la totalidad del período que arranca a comienzos de los años dos mil<sup>17</sup>. Adicionalmente, el proceso de reducción de la pobreza de los países que no han seguido el «manual» ha sido menos intenso, con la excepción nuevamente de Bolivia, e incluso ha aumentado en Argentina y Ecuador (y presumiblemente en Venezuela, donde no existen indicadores oficiales) si toma como punto de comparación el periodo 2014-2022<sup>18</sup>.

**TABLA 5**  
**CRECIMIENTO DEL PIB PER CÁPITA Y VARIACIÓN DE LA POBREZA**  
**(Sudamérica y México, 2006 vs. 2023 y 2014 vs. 2023)**

	Var. PIB per cápita		Var. Pobreza en p.p.*	
	2023 vs 2006	2023 vs 2014	2022 vs 2006**	2022 vs 2014**
Argentina	6,0%	-6,9%	-6,0	1,4
Bolivia	43,0%	9,9%	-26,9	-5,0
Brasil	19,9%	-1,6%	-17,9	-0,8
Chile	32,8%	6,2%	-24,4	-7,8
Colombia	46,2%	12,2%	-18,7	-0,6
Ecuador	30,3%	1,3%	-15,9	2,3
México	4,9%	3,8%	-17,9	-18,5
Paraguay	48,3%	11,1%	-23,9	-2,7
Perú	58,1%	6,6%	-23,7	-1,2
Uruguay	58,0%	6,9%	-15,9	0,1
Venezuela	-63,8%	-65,5%	—	—
Mediana	32,8%	6,2%	-18,3	-1,0

\* Tasa de pobreza de 6,85 dólares al día (PPA de 2017), diferencia entre % de la población.

\*\* Por disponibilidad de datos, para Chile y Colombia se utiliza 2022 vs 2005. Para Chile también 2022 vs 2013. Para Bolivia, se usa 2021 vs 2014.

FUENTE: elaboración propia en base a Banco Mundial y FMI.

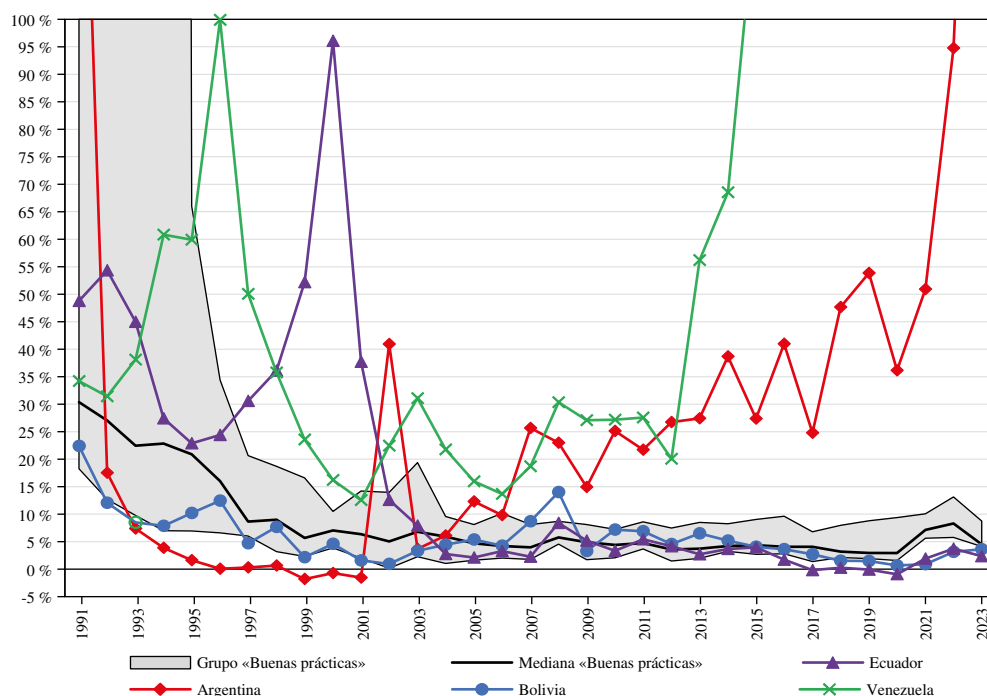
<sup>17</sup> Un aspecto crucial de la experiencia boliviana fueron los altos precios de los metales preciosos, los que permitieron acumular aproximadamente la mitad del PIB como reservas internacionales y sostener —mientras las reservas lo permitían— la estabilidad y los ingresos de la población (Kehoe *et. al.*, 2022).

<sup>18</sup> Las formas de medir pobreza en cada país divergen porque utilizan diferentes criterios y metodologías, lo que dificulta la comparación entre sí. Por esta razón, usamos los datos de pobreza monetaria extrema para países de ingresos medianos altos que elabora el Banco Mundial (definida por 6,85 dólares al día PPA (Paridad de Poder Adquisitivo) de 2017). Estos no son muy distintos, al menos cualitativamente, a lo que muestran las estadísticas de CEPAL (Comisión Económica para América Latina y el Caribe), ya que ambos tienen un criterio homogéneo para medir pobreza y muestran tendencias similares para los países analizados.

Por otra parte, existen diferencias significativas dentro del grupo que adoptó el esquema de «buenas prácticas macroeconómicas», particularmente el crecimiento más lento de Brasil y México, comparados con el resto. El contexto internacional menos favorable, en particular la desaceleración de la demanda global, es el factor más relevante para explicar el más lento crecimiento regional a partir del año 2014, mientras que una política fiscal y monetaria con un sesgo más contractivo podrían ser las causas de las disparidades observadas (Cubeddu *et. al.*, 2014; Libman, 2018b; Ros, 2015; Barbosa-Filho, 2015).

La Figura 4 muestra dos casos claramente patológicos en materia inflacionaria. Tras haber reducido la inflación junto al resto de la región, Argentina y Venezuela tuvieron un rebrote inflacionario desde mediados de los 2000; en el caso venezolano, llegando incluso a transitar episodios hiperinflacionarios. En contraste, Bolivia y Ecuador mantuvieron durante el período tasas de inflación bajas. Esto se debe en buena medida a que ambos países lograron mantener relativamente fijo el tipo de cambio.

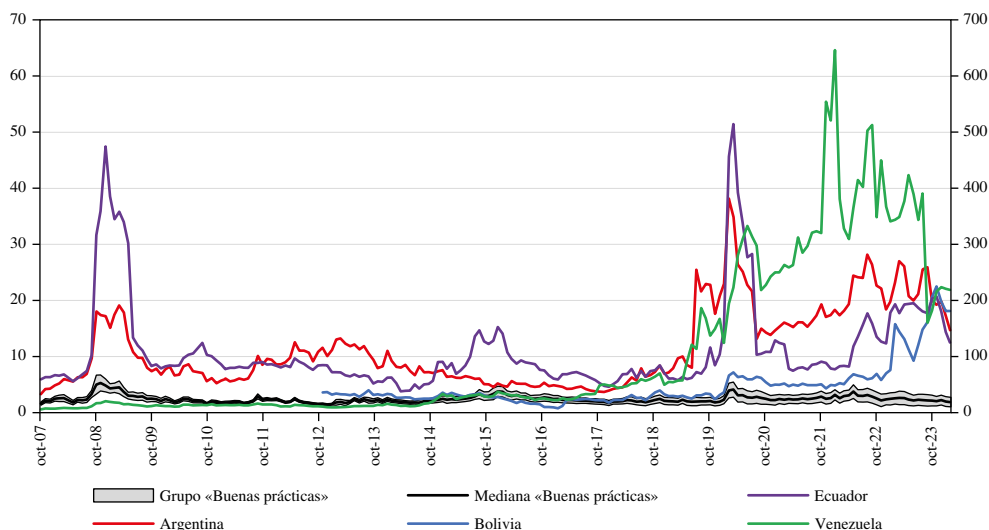
**FIGURA 4**  
**EVOLUCIÓN DE LA TASA DE INFLACIÓN**  
(Tasa de variación interanual del índice de precios al consumidor, Sudamérica y México, 1991-2023)



**FUENTE:** Elaboración propia en base a datos del World Economic Outlook, FMI, y Carmen Reinhart. Por la alta volatilidad de la inflación a comienzo de la década de 1990, los límites inferior y superior corresponden a los registros mínimos y máximos de los países de «Buenas prácticas».

Las cuatro economías que no han adherido al esquema de «buenas prácticas macroeconómicas» han mantenido, por otro lado, un acceso al mercado internacional de crédito más dificultoso y a un costo, generalmente, mayor (Figura 5). En Argentina y Ecuador comenzó a observarse una tendencia al alza de la prima de riesgo soberano desde los años 2006-2007, con la intervención de las estadísticas públicas en Argentina y la reestructuración de la deuda en Ecuador. Venezuela tuvo dificultad para acceder a los mercados de capital desde fines de la década del 2000s y su prima de riesgo comenzó a dispararse hacia fines de la de 2010. En Bolivia, la prima de riesgo se mantuvo baja hasta fines del año 2022, cuando comenzaron a agotarse las reservas internacionales.

**FIGURA 5**  
**PRIMA DE RIESGO PAÍS**  
**(Sudamérica y México, 10/2017 – 03/2024, en puntos de tasa de interés)**



NOTA: Los límites superior e inferior corresponden a un desvío estándar con relación a la mediana.

FUENTE: JPMorgan.

La evidencia que mostramos podría parecer que sugiere que las decisiones de política macroeconómica tuvieron alguna influencia en el desempeño económico durante el período en que los senderos se bifurcan. Los países que siguieron esquemas de «buenas prácticas macroeconómicas» tuvieron, en promedio, un mejor desempeño: crecieron más rápido, redujeron más la pobreza, sufrieron menos inflación y mantuvieron un acceso más fluido a los mercados financieros internacionales y a menor costo.

No son obvios, sin embargo, los mecanismos a través de los cuales el esquema de política macroeconómica influye sobre el desempeño de una economía. Nuestra mirada es que el esquema de «buenas prácticas macroeconómicas» tiende a reducir la incertidumbre y la volatilidad de la economía y, por esa vía, estimula el creci-

miento. Existe una buena cantidad de estudios empíricos que encuentran evidencia sólida de que los países tienden a crecer más rápido cuanto menor es la volatilidad. Ramey y Ramey (1995) es probablemente el trabajo empírico más citado en esta literatura. Los autores emplean un panel de 92 países y muestra que la relación es negativa y estadísticamente significativa frente a la incorporación de controles y a múltiples ejercicios de robustez. Hnatkovska y Loayza (2003) es otro trabajo influyente que encuentra resultados semejantes. A través del uso de variables instrumentales, los autores encuentran que mayor volatilidad tiene un efecto negativo —de entre 0,5 y 1,3 puntos porcentuales— sobre la tasa de crecimiento de largo plazo de una economía. Con el intento de identificar un efecto causal de volatilidad sobre el crecimiento, Badinger (2010) recoge resultados similares. Emplea como instrumento la volatilidad inducida por cambios de política en otros países y encuentra una relación negativa y robusta entre volatilidad y crecimiento económico para un amplio grupo de países entre 1960-2003.

Más cercano al foco de nuestro trabajo, Dabús y Delbianco (2023) encuentran que, en América Latina, el crecimiento del PIB es mayor cuanto menor es su volatilidad (medida como el desvío estándar quinquenal de la tasa de crecimiento del PIB). Los autores analizan un grupo de 18 países de la región y realizan un proceso de clusterización por quinquenio que los clasifica en regímenes de crecimiento en función de la mediana de desempeño que mostraron en términos de crecimiento del PIB entre 1980 y 2014. Todos los países fueron clasificados para cada quinquenio en tres grupos: régimen de crecimiento económico alto, medio y bajo, siendo las variables dependientes de diferentes modelos econométricos (*Probit*, *Logit* Ordenado y *Logit* Generalizado).

Para evaluar de forma más sistemática la relación entre política macroeconómica y desempeño económico presentamos una serie de ejercicios econométricos similares a los de Dabús y Delbianco (2023). Para estimar la «bifurcación de políticas» consideramos un período más largo que los autores, del modo de explotar el cambio de políticas y sus implicancias a finales de la década del 2010. Por esta razón, el periodo contemplado cubre desde 1980 a 2019 (antes de la COVID-19) y la variación del PIB por habitante (en lugar del PIB) es la variable de desempeño macroeconómico. La muestra de países es idéntica a la que hemos analizado hasta aquí: Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Ecuador, México, Paraguay, Perú, Uruguay y Venezuela.

Al igual que Dabús y Delbianco (2023), seguimos una estrategia de identificación econométrica para nuestro conjunto de países y usamos modelos *Probit* de panel con efectos aleatorios y *Logit* ordenados. Agrupamos la muestra de países por quinquenio en tres grupos: régimen de crecimiento económico alto, medio y bajo. Esta categorización funciona como variable dependiente de los modelos a estimar. Para el primer modelo, se construyeron dos variables dicotómicas: régimen de crecimiento alto (vs bajo y medio) y bajo (vs medio y alto); las cuáles son las variables dependientes para explicar mediante el *Probit*. Para el segundo modelo se preservó la lógica ordinal de 1 a 3 entre bajo, medio y alto.

Nuestro argumento es que el régimen de política macroeconómica influye en la performance económica (PIB per cápita) porque disminuye la volatilidad del crecimiento. Para esto utilizamos, igual que los autores, un conjunto de variables independientes habituales en las estimaciones de desempeño económico, incluyendo al coeficiente de Gini, la inversión (como % del PIB), el coeficiente de apertura económica (medido como exportaciones e importaciones de bienes como proporción del PIB), la inflación promedio anual, y la volatilidad del crecimiento económico (medida como el desvío estándar de la variación del PIB en el quinquenio). Adicionalmente, en línea con la explicación de las «buenas prácticas macroeconómicas», incorporamos también el resultado fiscal y el *stock* de reservas internacionales (ambos como fracción del PIB), con la hipótesis de que una mejora en dichas variables se vincula positivamente con el desempeño en términos de crecimiento.

Las Tablas 6 y 7 exhiben los resultados encontrados por ambos modelos, los cuáles se presentan en términos de efectos marginales promedio. En los dos casos, se presentan las diferencias entre el modelo estimado por Dabús y Delbianco (2023) para el caso del PIB per cápita con nuestra muestra de países y el mismo modelo, pero con la incorporación adicional del resultado fiscal y el *stock* de reservas internacionales (como % del PIB), al que nos referimos como «nuestro modelo».

**TABLA 6**  
**PROBIT DE PANEL CON EFECTOS ALEATORIOS**  
**(Sudamérica y México, promedios quinquenales 1980-2024,**  
**efectos marginales promedio)**

Variables independientes	Régimen de crecimiento bajo		Régimen de crecimiento alto	
	Modelo Dabús & Delbianco (2023)	Nuestro modelo	Modelo Dabús & Delbianco (2023)	Nuestro modelo
Coefficiente de Gini	-0,002	0,002	-0,012**	-0,015***
Inversión (como % del PIB)	-1,034	-1,250	1,307	1,96
Inflación	0,014	0,004	-0,007	0,003
Apertura económica	-0,124	0,295	0,497*	0,136
Volatilidad	<b>6,830***</b>	<b>6,354***</b>	-2,028	-1,619
Resultado fiscal (como % del PIB)	—	-2,308	—	<b>3,881**</b>
Reservas internacionales (como % del PIB)	—	<b>-2,564***</b>	—	<b>1,137*</b>
Observaciones	88	88	88	88

\*\*\*p<0,01; \*\*p<0,05; \*p<0,1; modelos sin constante.

FUENTE: Elaboración propia.

En el modelo Probit encontramos, al igual que los autores, que un aumento marginal de la volatilidad del crecimiento incrementa las chances de transición hacia estados de bajo crecimiento. La inflación y el resto de las variables en este



caso no es significativa: la volatilidad del crecimiento capta todo el efecto del impacto negativo en el crecimiento económico. Cuando incorporamos las reservas internacionales y el resultado fiscal, la magnitud del impacto de la volatilidad en la variable dependiente se achica, sugiriendo que la acumulación de reservas internacionales y el resultado fiscal reducen el impacto de la volatilidad. Esto es, un incremento de las reservas internacionales y en el resultado fiscal (aunque no significativo estadísticamente) disminuyen la probabilidad de pertenecer al grupo de crecimiento bajo, capturando una porción del efecto que Dabús y Delbianco (2023) consideraban como parte de la volatilidad. Lo mismo ocurre para la probabilidad de permanecer en un régimen de alto crecimiento: la volatilidad no es significativa estadísticamente, pero sí lo es la desigualdad, la acumulación de reservas y el resultado fiscal. Aquí también, el argumento de «buenas prácticas macroeconómicas» pareciera relevante, ya que una mayor acumulación de reservas y un mejor resultado fiscal aumentan la probabilidad de estar en un régimen de crecimiento alto, en este caso ambos estadísticamente significativas.

**TABLA 7**  
**LOGIT ORDENADO**  
**(Sudamérica y México, promedios quinquenales 1980-2024,**  
**efectos marginales promedio)**

VARIABLES INDEPENDIENTES	RÉGIMEN DE CRECIMIENTO					
	Bajo		Medio		Alto	
	Modelo Dabús & Delbianco (2023)	Nuestro modelo	Modelo Dabús & Delbianco (2023)	Nuestro modelo	Modelo Dabús & Delbianco (2023)	Nuestro modelo
Coefficiente de Gini	0,010	0,011	-0,001	-0,002	-0,009	-0,009
Inversión (como % del PIB)	-0,953	-1,189	0,113	0,248	0,840	0,941
Inflación	0,013	0,004	-0,001	-0,001	-0,011	-0,003
Apertura económica	-0,187	0,161	0,022	-0,034	0,165	-0,127
Volatilidad	<b>5,723***</b>	<b>5,372***</b>	-0,681	-1,122	<b>-5,042***</b>	<b>-4,251***</b>
Resultado fiscal (como % del PIB)	—	<b>-3,991**</b>	—	0,833	—	<b>3,158**</b>
Reservas internacionales (como % del PIB)	—	<b>-1,816***</b>	—	0,379	—	<b>1,437***</b>
Observaciones	88	88	88	88	88	88

\*\*\*p<0,01; \*\*p<0,05; \*p<0,1; modelos sin constante.

FUENTE: Elaboración propia.

El modelo Logit ordenado refuerza estos resultados. La volatilidad económica tiene un efecto marginal promedio directo sobre la probabilidad de estar en un régimen de crecimiento bajo y negativo sobre uno alto. Pero al adicionar el resultado fiscal y el nivel de reservas, la magnitud del efecto de la volatilidad se reduce porque dichas variables podrían, por ejemplo, captar parte del efecto que antes solo

captaba por medio de la volatilidad del PIB per cápita. La volatilidad sigue siendo relevante por sí sola, pero en menor proporción y los mejores resultados fiscales y mayores ratios de reservas internacionales aumentan las chances de ingresar en un régimen de crecimiento alto, mientras que peores resultados fiscales y menores niveles de reservas reducen la probabilidad de estar en un régimen de crecimiento bajo.

## 5. Conclusiones

En este trabajo contamos una historia sobre la evolución de las economías latinoamericanas desde la posguerra mundial hasta la actualidad. Nuestra narrativa sugiere una trayectoria que, con sus matices idiosincrásicos, fue bastante similar hasta mediados de los años 2000, cuando los países de la región se encontraron por primera vez en lo que podríamos llamar un estado de estabilidad macroeconómica robusta: baja inflación, bajo riesgo soberano, cuentas públicas y externas equilibradas y *stocks* de reservas internacionales significativos. Es alrededor de ese momento que, como en el cuento de Borges, los senderos comienzan a bifurcarse. Un grupo mayoritario de países fue adoptado un conjunto de políticas que denominamos de «buenas prácticas macroeconómicas»: bancos centrales independientes y tecnocráticos, que siguen regímenes de metas de inflación, con flotación administrada y acumulación de reservas internacionales y políticas fiscales prudentes, con reglas e instituciones que limitan la discrecionalidad. Argentina, Bolivia, Ecuador y Venezuela, en cambio, optaron por un camino de políticas más erráticas que privilegiaron objetivos de corto plazo sobre la estabilidad de mediano y largo plazo. Cuando se evalúan los últimos quince años, se advierte que aquellos que siguieron el sendero de las «buenas prácticas macroeconómicas» tuvieron un mejor desempeño: crecieron más rápido y con mayor estabilidad (evitando crisis), redujeron más la pobreza, tuvieron menor inflación y más y mejor acceso al crédito externo. El análisis del caso latinoamericano durante este período nos lleva a concluir que el esquema de «buenas prácticas macroeconómicas» favorece un entorno macroeconómico más estable y proclive al crecimiento. Los senderos alternativos de política macroeconómica mostraron, por el contrario, resultados nítidamente peores, con mayor inestabilidad, menor crecimiento, crisis y, en dos de los casos, inflación desbordada.

Obviamente, la historia que contamos es una de trazo grueso. Existen muchas heterogeneidades relevantes entre las trayectorias y políticas que adoptaron los países que fueron diluidas u omitidas en nuestra narrativa. El análisis comparado exige un grado de abstracción que puede conllevar la omisión de singularidades relevantes. Somos conscientes que tanto el desempeño como la implementación de las políticas de los países de cada grupo no han sido homogéneas. Podemos mencionar, por ejemplo, que el desempeño económico de México durante los últimos quince años, pese a la estabilidad macroeconómica conseguida, ha sido

bastante mediocre en materia de crecimiento. El caso mexicano revela que las mejoras sostenidas de la productividad y el bienestar social pueden requerir mucho más que una estrategia de política macroeconómica adecuada para la estabilidad (Ros, 2013). De modo similar, podemos señalar que Bolivia, pese a no seguir el manual de las «buenas prácticas», logró crecer y reducir fuertemente la pobreza, en un contexto de muy baja inflación. El tiempo dirá si el empeoramiento del escenario macroeconómico boliviano de los últimos años es más que un tropezón coyuntural.

Nuestra conclusión es que el esquema de «buenas prácticas macroeconómicas» resultó más ventajoso que los esquemas alternativos, pero no significa, de ningún modo, una recomendación a libro cerrado. Primero, porque no existe un único modo de dar forma e implementar las «buenas prácticas», sino que éstas son más bien lineamientos generales, que han sido aplicados de diversas formas y contextos. Insistimos en que el análisis de trazo grueso para distinguir trayectorias *entre* grupos nos obligó a desestimar matices relevantes *dentro* de cada grupo. Existe mucha riqueza en los casos particulares de la que se podría obtener lecciones importantes para el diseño e implementación de la política macroeconómica.

Un segundo aspecto, aún más importante, es que el esquema de «buenas prácticas» trae consigo algunos efectos colaterales, potencialmente negativos para el desarrollo económico. Varios estudios muestran que los sistemas de metas de inflación con flotación cambiaria aplicados en la región han tenido un sesgo a la apreciación real de las monedas (Libman, 2018b; Ros, 2015; Barbosa-Filho, 2015). La evidencia sugiere también que la sobrevaluación cambiaria tiende a afectar negativamente el crecimiento económico y, en particular, el desarrollo de las actividades transables, que son un vector importante del desarrollo económico de mediano y largo plazo (Rapetti, 2020; Palazzo y Rapetti, 2023). Este último punto da lugar a pensar que, lejos de ser un Nirvana, las «buenas prácticas macroeconómicas» podrían considerarse como un esquema flexible, que puede adaptarse para no solo garantizar la estabilidad macroeconómica sino también facilitar el desarrollo económico (Frenkel y Rapetti, 2015).

## Referencias bibliográficas

- Ardanaz, M., Barreix, A., & Corrales, L. F. (2019). Las reglas fiscales en América Latina. *Reglas fiscales resilientes en América Latina*.
- Ayres, J., García, M., Guillen, D., & Kehoe, P. (2022). The History of Brazil. In T. J. Kehoe & J. P. Nicolini (Eds.), *A Monetary and Fiscal History of Latin America, 1960-2017* (pp. 133-198). University of Minnesota Press.
- Badinger, H. (2010). Output volatility and economic growth. *Economics Letters*, 106(1), 15-18. <https://doi.org/10.1016/j.econlet.2009.09.012>
- Barbosa, N. (2010). Latin America: Counter-Cyclical Policy in Brazil: 2008-09. *Journal of Globalization and Development*, 1(1), 1-14. <https://doi.org/10.2202/1948-1837.1052>

- Barbosa-Filho, N. (2015). Monetary Policy with a Volatile Exchange Rate: The Case of Brazil since 1999. *Comparative Economic Studies*, 57(3), 401-425. <https://doi.org/10.1057/ces.2015.15>
- Berg, A., Hul, Y., Karam, P., Remo, A., & Rodriguez, D. (2023). *FINEX - A New Workhorse Model for Macroeconomic Forecasting and Policy Analysis*. IMF [Working Papers 2023/235]. International Monetary Fund.
- Bértola, L., y Ocampo, J. A. (2013). *El desarrollo económico de América Latina desde la Independencia*. Fondo de Cultura Económica.
- Bofinger, P., & Wollmershäuser, T. (2003). Managed Floating as a Monetary Policy Strategy. *Economic of Planning*, 36(2), 81-109. <https://doi.org/10.1023/B:ECOP.0000012258.15614.d8>
- Braun, O., y Joy, L. (1981). Un modelo de estancamiento económico - Estudio de caso sobre la economía argentina. *Desarrollo Económico*, 20(80), 585-604.
- Calvo, G. A., & Reinhart, C. M. (2002). *The Quarterly Journal of Economics*, 117(2), 379-408. <https://doi.org/10.1162/003355302753650274>
- Cetrángolo, O., Morán, D., y Calligaro, F. (2022). *El futuro de las reglas fiscales en América Latina y el Caribe: respuestas de los países ante la pandemia de COVID-19 y propuestas para su reformulación*. CEPAL, Naciones Unidas. <https://hdl.handle.net/11362/48537>
- Charotti, C. J., Fernández, C., & González, F. (2022). The History of Paraguay. In T. Kehoe & J. Nicolini (Eds.), *A Monetary and Fiscal History of Latin America, 1960-2017* (pp. 361-400). University of Minnesota Press.
- Cubeddu, L., Culiuc, A., Fayad, G., Gao, Y., Kochhar, K., Kyobe, A. J., Oner, C., Perrelli, R., Sanya, S., Tsounta, E., & Zhang, Z. (2014). *Emerging Markets in Transition: Growth Prospects and Challenges*. IMF Staff Discussion Note 14/06.
- Cueva, S., & Díaz, J. (2022). The History of Ecuador. In T. Kehoe & J. Nicolini (Eds.), *A Monetary and Fiscal History of Latin America, 1960-2017* (pp. 277-322). University of Minnesota Press.
- Dabús, C., & Delbianco, F. (2023). Economic growth regimes: Evidence from Latin America. *Cuadernos de Economía*, 42(89), 129-146. <https://doi.org/10.15446/cuad.econ.v42n89.94817>
- Damill, M., Frenkel, R., & Rapetti, M. G. (2015). Macroeconomic Policy in Argentina during 2002-2013. *Comparative Economic Studies*, 57(3), 369-400. <https://doi.org/10.1057/ces.2015.3>
- Dancourt, O. (1997). *Reformas estructurales y política macroeconómica en el Perú: 1990-1996*. Pontificia Universidad Católica del Perú.
- Dancourt, O. (2015). Inflation Targeting in Peru: The Reasons for the Success. *Comparative Economic Studies*, 57(3), 511-538. <https://doi.org/10.1057/ces.2015.5>
- Dancourt, O. (2017). The lean times in the Peruvian economy. *Journal of Post Keynesian Economics*. 40(1), 112-129. <https://doi.org/10.1080/01603477.2016.1273075>
- Davoodi, H., Elger, P., Fotiou, A., García-Macia, D., Lagerborg, A., Lam, R., & Pillai, S. (2022a). *Fiscal Rules Dataset: 1985-2021*. IMF, Washington DC. <https://www.imf.org/en/Data/Fiscal/fiscal-council-dataset>
- Davoodi, H., Elger, P., Fotiou, A., García-Macia, D., Han, X., Lagerborg, A., Lam, W. R., & Medas, P. (2022b). *Fiscal Rules and Fiscal Councils: Recent Trends and Performance during the COVID-19 Pandemic, 2022(011)*. IMF [Working Papers].

- Dornbusch, R. (1982). Stabilization policies in developing countries: What have we learned? *World Development*, 10(9), 701-708. [https://doi.org/10.1016/0305-750X\(82\)90024-9](https://doi.org/10.1016/0305-750X(82)90024-9)
- Dornbusch, R., y Edwards, S. (1990). La macroeconomía del populismo en América Latina. *El Trimestre Económico*, 57(225(1)), 121-162.
- Erraez, J. P., & Reynaud, J. (2022). *Central Bank Balance Sheet Expansion in a Dollarized Economy: The Case of Ecuador*. IMF [Working Paper 2022/234].
- Eyraud, L., Gaspar, V., & Poghosyan, T. (2017). *Fiscal politics in the euro area*. IMF [Working Papers 2017/018]. International Monetary Fund.
- Frankel, J. (2019). Systematic Managed Floating. *Open Economies Review*, 30, 255-295. <https://doi.org/10.1007/s11079-019-09528-8>
- Ffrench-Davis, R. (2010). Latin America: The Structural Fiscal Balance Policy in Chile: A Move Toward Counter-Cyclical Macroeconomics. *Journal of Globalization and Development*, 1(1), 1-16. <https://doi.org/10.2202/1948-1837.1051>
- Ffrench-Davis, R. (2015). Chile Since 1999: From Counter-Cyclical to Pro-Cyclical Macroeconomics. *Comparative Economic Studies*, 57(3), 426-453. <https://doi.org/10.1057/ces.2015.7>
- Ffrench-Davis, R. (2016). La experiencia de Chile con el balance fiscal estructural. *Cuadernos de Economía*, 35(67), 149-171. <https://doi.org/10.15446/cuad.econ.v35n67.52713>
- Frenkel, R. (1983). Mercado financiero, expectativas cambiarias y movimientos de capital. *El Trimestre Económico*, 50(200(4)), 2041-2076.
- Frenkel, R. (2003). Globalización y crisis financieras en América Latina. *Revista de la CEPAL*, (80), 41-54.
- Frenkel, R. (2007). La sostenibilidad de la política de esterilización monetaria. *Revista CEPAL*, (93), 31-38.
- Frenkel, R., & Rapetti, M. (2012). Exchange rate regimes in the major Latin American countries since the 1950s: lessons from history. *Revista de Historia Económica/Journal of Iberian and Latin American Economic History*, 30(1), 157-188. <https://doi.org/10.1017/S0212610911000292>
- Frenkel, R., & Rapetti, M. (2015). The Real Exchange Rate as a Target of Macroeconomic Policy. In A. Calcagno, S. Dullien, A. Márquez-Velázquez, N. Maystre, & J. Priewe (Eds.), *Rethinking Development Strategies after the Financial Crisis, Volume I: Making the Case for Policy Space* (pp. 81-92). United Nations.
- Furtado, C. (1957). *El desarrollo reciente de la economía venezolana*. [Borrador Preliminar]. Ministerio de Fomento, Dirección de Planificación.
- Gasparini, L., & Lustig, N. (2011). The rise and fall of income inequality in Latin America. In J. A. Ocampo, & J. Ros (Eds.), *The Oxford Handbook of Latin American Economics* (pp. 691-714). Oxford University Press.
- Hnatkovska, V., & Loayza, N. (2003). *Volatility and growth*. Policy Research. [Working Paper Series 3184]. The World Bank Group.
- Ilzetzki, E., Reinhart, C., & Rogoff, K. S. (2019). Exchange Arrangements Entering the Twenty-First Century: Which Anchor will Hold? The *Quarterly Journal of Economics*, 134(2), 599-646. <https://doi.org/10.1093/qje/qjy033>

- Kehoe, T. J., Machicado, C. G., & Peres-Cajías, J. (2022). The History of Bolivia. In T. Kehoe & J. Nicolini (Eds.), *A Monetary and Fiscal History of Latin America, 1960-2017* (pp. 83-132). University of Minnesota Press.
- Larch, M., & Santacrose, S. (2020). *Numerical compliance with EU fiscal rules: The compliance database of the Secretariat of the European Fiscal Board*.
- Levy-Yeyati, E., & Sturzenegger, F. (2002). Dollarization: A primer. In E. Levy-Yeyati & F. Sturzenegger (Eds.), *Dollarization: Debates and Policy Alternatives* (pp. 1-52). The MIT Press.
- Levy-Yeyati, E., Sturzenegger, F., & Gluzmann, P. (2013). Fear of appreciation. *Journal of Development Economics*, 101, 233-247. <https://doi.org/10.1016/j.jdeveco.2012.11.008>
- Libman, E. (2018a). La relación entre el tipo de cambio oficial y el tipo de cambio negro en América Latina. Relationship between the official and the black economy exchange rate in Latin America. *Cuadernos de Economía*, 41(115), 43-55. <https://doi.org/10.1016/j.cesjef.2017.03.001>
- Libman, E. (2018b). Asymmetric monetary and exchange-rate policies in Latin American countries that use inflation targeting. *CEPAL Review*, (125), 29-44.
- Moreno-Brid, J. C., & Garry, S. (2016). Economic performance in Latin America in the 2000s: recession, recovery, and resilience? *Oxford Development Studies*, 44(4), 384-400. <https://doi.org/10.1080/13600818.2015.1127907>
- Ocampo, J. A. (2010). Symposium: The Return of Counter-cyclical Policy - Editorial Preface, *Journal of Globalization and Development*, 1(1), 1-4. <https://doi.org/10.2202/1948-1837.1045>
- Ocampo, J. A., & Ros, J. (2011). Shifting Paradigms in Latin America's Economic Development. In J. Ocampo & J. Ros (Eds.), *The Oxford Handbook of Latin American Economics* (pp. 3-25). Oxford University Press.
- Ocampo, J. A., & Malagón, J. (2015). Colombian Monetary and Exchange Rate Policy Over the Past Decade. *Comparative Economic Studies*, 57(3), 454-482. <https://doi.org/10.1057/ces.2015.11>
- Ocampo, J. A., Bastian, E., & Reis, M. (2018). The Myth of the «Latin American Decade». *PSL Quarterly Review*, 71(285), 231-251. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3211962>
- Oddone, G., & Marandino, J. (2022). The History of Uruguay. In T. Kehoe & J. Nicolini (Eds.), *A Monetary and Fiscal History of Latin America, 1960-2017* (pp. 451-494). University of Minnesota Press.
- Palazzo, G., & Rapetti, M. (2023). From macro to micro and macro back: Macroeconomic trade elasticities in a developing economy. *Structural Change and Economic Dynamics*, 65, 223-252. <https://doi.org/10.1016/j.strueco.2023.02.015>
- Ramey, G., & Ramey, V. A. (1995). Cross-Country Evidence on the Link Between Volatility and Growth. *American Economic Review*, 85(5), 1138-1151.
- Rapetti, M. (2020). The Real Exchange Rate and Economic Growth: A Survey. *Journal of Globalization and Development*, 11(2), 1-54. <https://doi.org/10.1515/jgd-2019-0024>
- Reuter, W. H. (2019). When and why do countries break their national fiscal rules? *European Journal of Political Economy*, 57, 125-141. <https://doi.org/10.1016/j.ejpoleco.2018.08.010>

- Reuter, W., Tkačevs, O., & Vilerts, K. (2022). Fiscal rules and volatility: the role of stabilising properties and compliance. *Empirica*, 49(1), 21-52. <https://doi.org/10.1007/s10663-021-09522-9>
- Rogoff, K. (1985). The Optimal Degree of Commitment to an Intermediate Monetary Target. *The Quarterly Journal of Economics*, 100(4), 1169-1189. <https://doi.org/10.2307/1885679>
- Ros, J. (2013). *Algunas tesis equivocadas sobre el estancamiento económico de México*. El Colegio de México. Universidad Nacional Autónoma de México.
- Ros, J. (2015). Central Bank Policies in Mexico: Targets, Instruments, and Performance. *Comparative Economic Studies*, 57(3), 483-510. <https://doi.org/10.1057/ces.2015.6>
- Vera, L. (2015). Venezuela 1999-2014: Macro-Policy, Oil Governance and Economic Performance. *Comparative Economic Studies*, 57(3), 539-568. <https://doi.org/10.1057/ces.2015.13>
- Williamson, J. (1990). What Washington Means by Policy Reform. In J. Williamson (Ed.), *Latin American Adjustment: How Much Has Happened?* (pp. 7-40). Washington, DC: Institute for International Economics.

## APÉNDICE 1

### REGLAS E INSTITUCIONES FISCALES EXISTENTES<sup>19</sup>

#### Argentina

*Regla de gasto.* El aumento del gasto público corriente primario neto no puede superar la tasa de crecimiento nominal del PIB (jurisdicciones sin déficit) o la inflación (jurisdicciones con déficit).

*Regla de deuda.* En las Provincias los servicios de la deuda no deben superar el 15 % de los recursos corrientes (sin contar las transferencias a municipios).

*Fondos de estabilización.* Existen algunos fondos pequeños en algunas jurisdicciones (por ejemplo, en la Ciudad Autónoma de Buenos Aires desde fines del año 2023).

*Consejo fiscal.* Regularmente se reúne el consejo de responsabilidad fiscal. No es un comité de expertos independientes, sino que está compuesto por el Ministerio de Economía de la Nación y los Ministros de Economía de las Provincias. Es de carácter no vinculante.

#### Brasil

*Regla de gasto.* El gasto primario del Gobierno Federal no puede aumentar más que la inflación del año previo. Existe un máximo para gastos en personal en relación con ingresos corrientes líquidos (50 % para el gobierno central y 60 % para los estados y municipios).

*Regla de balance.* Las operaciones de crédito del gobierno central no pueden exceder los gastos de capital. También existen metas indicativas no vinculantes de balance primario trienal, aunque no son vinculantes.

*Regla de deuda.* Existen límites al nivel de deuda de los estados y municipios en relación con sus ingresos corrientes líquidos.

*Consejo fiscal.* Desde el año 2016 existe la Institución Fiscal Independiente. Cuenta con la capacidad de elegir su propio personal y tiene acceso a la información, es apartidario y realiza análisis descriptivos. Tiene como tareas asistir y evaluar las proyecciones, análisis de sostenibilidad y consistencia de la política fiscal, medir el costo de las medidas y monitorear el cumplimiento de las reglas fiscales. No puede incidir directamente sobre la política fiscal. El Consejo es elegido por el Senado y está formado por tres directores (con mandatos escalonados de 2 años) y tiene un subconsejo de asesoría técnica con cinco miembros.

#### Chile

*Regla de balance.* El objetivo principal es el balance estructural (ajustado cíclicamente) del gobierno central.

---

<sup>19</sup> Elaboración propia en base de datos de Consejos Fiscales del FMI de Davoodi *et. al.* (2022a).



*Fondos de estabilización.* Existe el Fondo de Estabilización Económico y Social, que anteriormente era el fondo en donde se acumulaban los excedentes por los precios excepcionales del cobre y el Fondo de Garantía de Pensiones, que acumula 0,5 % del PIB todos los años.

*Consejo fiscal.* Desde el año 2014 existe el Consejo Fiscal Asesor, reemplazado por el Consejo Fiscal Autónomo desde el año 2019. Cuenta con la capacidad de elegir su propio personal y tiene acceso a la información, es apartidario y realiza análisis descriptivos y normativos. Tiene como tareas asistir y evaluar las proyecciones, análisis de sostenibilidad y consistencia de la política fiscal, realizar recomendaciones y monitorear el cumplimiento de las reglas fiscales. No puede incidir directamente sobre la política fiscal. El Consejo cuenta con cinco miembros designados por el Ministro de Hacienda quien también elige al Presidente y Vicepresidente del Consejo, con mandatos de entre dos y cuatro años.

## Colombia

*Regla de balance.* El balance estructural para el Gobierno Nacional central hasta alcanzar el -1 % del PIB o superar ese porcentaje.

*Regla de deuda.* La deuda pública neta no debe superar el 71 % del PIB y se fija un valor «ancla» en torno al 55 % del PIB, para dar un margen a que la deuda pueda subir si es necesario. Si la deuda neta supera el límite de deuda, el Balance Primario Neto Estructural del gobierno será de al menos el 1,8 % del PIB.

*Fondos de estabilización.* Existe el Fondo de Estabilización del Precio del Combustible, que tiene como objetivo divorciar en alguna medida la evolución del precio doméstico de los combustibles de su precio internacional.

*Consejo fiscal.* El Comité Consultivo para la Regla Fiscal fue creado en el 2012 y reemplazado por el Comité Autónomo de la Regla Fiscal el año 2021. Cuenta con personal idóneo y acceso a la información, es apartidario y realiza análisis descriptivos y normativos. Tiene como tareas asistir en la formulación de proyecciones, dar recomendaciones y monitorear el cumplimiento de las reglas fiscales. No puede incidir directamente sobre la política fiscal. Está formado por miembros, tres decanos de las facultades de Economía de diferentes universidades del país, dos miembros de centros de investigación, dos consultores reconocidos y dos presidentes de comisiones económicas del congreso. Son designados por el Ministerio de Hacienda y el Presidente del Congreso, por un mandato de tres años.

## Ecuador

*Regla de gasto.* El gasto primario del Gobierno Central y otras funciones del Estado (preasignaciones a gobiernos subnacionales y pisos mínimos de gasto en

salud y educación previstos en la Constitución) no puede incrementarse más que la tasa de crecimiento de largo plazo de la economía.

*Regla de balance.* El presupuesto del Gobierno Central no puede tener déficit primario y el resultado global debe cumplir con la meta estructural de largo plazo.

*Regla de deuda.* La deuda pública del Sector Público no Financiero (y el sistema de Seguridad Social) no puede superar el 40 % del PIB.

*Fondos de estabilización.* Tras la dolarización de la economía y la adopción de reglas fiscales, se creó un fondo de estabilización para acumular excedentes provenientes de precios elevados del petróleo, pero sus recursos fueron utilizados por completo.

## México

*Regla de gasto.* El gasto corriente estructural no puede crecer más que la tasa de crecimiento potencial del PIB.

*Regla de balance.* Debe existir el equilibrio presupuestario del Sector Público no Financiero (excluyendo inversiones de la compañía petrolera estatal PEMEX), el que debe ser compatible, con una evolución ordenada de la deuda pública.

*Fondos de estabilización.* Con anterioridad existían el Fondo de Estabilización de Ingresos de Entidades Federativas (FEIEF) y el Fondo de Estabilización de Ingresos Presupuestarios (FEIP). Ambos fondos fueron consumidos durante los años 2019 y 2020.

*Consejo fiscal.* Desde 1998 existe el Centro de Estudios de Finanzas Públicas. Es un organismo de carácter consultivo de la Cámara de Diputados. Cuenta con la capacidad de elegir su propio personal y tiene acceso a la información, es apartidario y realiza análisis descriptivos. Tiene como tareas realizar proyecciones y dar recomendaciones. No puede incidir directamente sobre la política fiscal. Se estructura en torno a un comité formado por la Cámara de Diputados y define un programa anual de trabajo. Tiene cinco áreas específicas y una de coordinación técnica («Presupuesto y gasto público», «Macroeconomía y sectorial», «Estudios hacendarios», «Colección y diseminación de información estadística» y «Vinculación institucional y diseminación»).

## Paraguay

*Regla de gasto.* El incremento del gasto corriente primario debe ser menor que la inflación más un 4 %. El gasto en salarios solo puede aumentar de forma proporcional al salario mínimo.

*Regla de balance.* El déficit de la Administración Central no puede superar el 1,5 % del PIB.

*Consejo fiscal.* Desde el 2016 existe el Consejo Fiscal Asesor. Depende del Ministerio de Hacienda. Es un organismo de carácter consultivo de la Cámara de Di-

putados. Cuenta con la capacidad de elegir su propio personal y tiene acceso a la información, es partidario y realiza análisis descriptivos y normativos. Tiene como tareas realizar proyecciones, brindar asesoramiento y emitir opinión sobre el resultado fiscal alcanzado. No puede incidir directamente sobre la política fiscal. El Consejo está formado por tres miembros de reconocida experiencia en temas macroeconómicos, fiscales y tributarios y son nombrados a través de Decreto del Poder Ejecutivo, por recomendación del Ministro de Hacienda. Tienen mandatos escalonados de tres años.

## Perú

*Regla de gasto.* La tasa de crecimiento real anual del gasto no financiero del gobierno general no debe superar en un punto porcentual superior al crecimiento real del PIB promedio de largo plazo.

*Regla de balance.* El déficit fiscal del sector público no financiero no debe ser mayor a 1 % del PIB.

*Regla de deuda.* La deuda bruta total del sector público no financiero no debe ser mayor al 30 % del PIB.

*Consejo fiscal.* Desde el 2015 existe el Consejo Fiscal. Depende del Ministerio de Economía y Finanzas. Es partidario, cuenta con la capacidad de elegir su propio personal y tiene acceso a la información. Realiza análisis descriptivos. Evalúa las proyecciones, provee recomendaciones y monitorea el cumplimiento de la regla fiscal. No puede incidir directamente sobre la política fiscal. El Consejo está formado por cinco miembros nombrados a través de un Decreto del Poder Ejecutivo por recomendación del Ministro de Hacienda. Los miembros son elegidos por mandatos de cuatro años (escalonados). Cuenta con una Secretaría Técnica, la que gestiona la Dirección de Estudios Macroeconómicos, formada con cinco miembros y un área administrativa.

## Uruguay

*Regla de deuda.* El incremento anual de la deuda neta del sector público consolidado no puede superar ciertos montos fijos preestablecidos en la legislación específica.

*Consejo fiscal.* Existe el Consejo Fiscal Asesor desde el año 2021. Realiza análisis descriptivos. Evalúa las proyecciones, realiza análisis de sostenibilidad, provee recomendaciones y vigila el cumplimiento de las reglas fiscales. Es partidario, no puede elegir a su propio personal y tiene acceso a la información. No puede incidir directamente sobre la política fiscal. Está formado por tres miembros (un académico y dos especialistas) por un mandato de cuatro años.

## APÉNDICE 2

### ÚLTIMOS CINCO BANQUEROS CENTRALES (Sudamérica y México, hasta el año 2023)

Argentina	Desde	Hasta	Máximo Título en Economía	Institución
Alejandro Vanoli	2014	2015	Lic	UBA (Argentina)
Federico Sturzenegger	2015	2018	PhD	MIT
Luis A. Caputo	2018	2018	Lic	UBA (Argentina)
Guido Sandleris	2018	2019	PhD	Columbia
Miguel Ángel Pesce	2019	2023	Lic	UBA (Argentina)
Bolivia	Desde	Hasta	Máximo Título en Economía	Institución
Marcelo Zabagala Estrada	2010	2016	Lic	GIID (Suiza)
Pablo Ramón Sánchez	2017	2019	Lic	UMSA (Bolivia)
Guillermo Aponte Reyes Ortiz	2019	2020	Lic	Universidad Católica Boliviana (Bolivia)
Agustín Saavedra Weise	2020	2020	Lic	UBA (Argentina)
Roger Edwin Rojas Ullo	2020		Lic	UTDT (Argentina)
Brasil	Desde	Hasta	Máximo Título en Economía	Institución
Arminio Fraga	1999	2003	PhD	Harvard
Henrique Meirelles	2003	2011	Mg	COPPEAD/UFRJ (Brasil)
Alexandre Tombini	2011	2016	PhD	Universidad de Illinois
Ilan Goldfajn	2016	2019	PhD	MIT
Roberto Campos Neto	2019		Lic	Universidad de California
Chile	Desde	Hasta	Máximo Título en Economía	Institución
Vittorio Corbo Lioi	2003	2007	Posdoctorado	MIT
José de Gregorio Rebeco	2007	2011	PhD	MIT
Rodrigo Vergara Montes	2011	2016	PhD	Harvard
Mario Marcel Cullell	2016	2022	Mg	Cambridge
Rosanna Costa	2022		—	PUC (Brasil)
Colombia	Desde	Hasta	Máximo Título en Economía	Institución
Francisco Ortega	1985	1993	Lic	Universidad de los Andes (Colombia)
Miguel Urrutia Montoya	1993	2005	PhD	Berkeley
José Darío Uribe	2005	2017	Lic	Universidad de los Andes (Colombia)
Juan José Echavarría	2017	2021	PhD	Oxford
Leonardo Villar Gómez	2021		Mg	London School of Economics
Ecuador	Desde	Hasta	Máximo Título en Economía	Institución
Carlos Vallejos López	2008	2009	Lic	Universidad Central de Ecuador
Diego Borja	2009	2011	Mg	Catholic University of Louvain (Bélgica)
Pedro Delgado de Campaña	2011	2012	—	
Janette Sanchez	2012	2013	Mg	FLACSO (Ecuador)
Diego Martínez Vinuesa	2013	2013	Mg	ISS (Países Bajos)

<b>México</b>	<b>Desde</b>	<b>Hasta</b>	<b>Máximo Título en Economía</b>	<b>Institución</b>
Miguel Mancera Aguayo	1994	1998	Mg	Yale
Guillermo Ortiz Martínez	1998	2010	PhD	Stanford
Agustín Carstens	2010	2017	PhD	Chicago
Alejandro Díaz de León	2017	2022	Mg	Yale
Victoria Rodríguez Ceja	2022		Mg	Colegio de México
<b>Paraguay</b>	<b>Desde</b>	<b>Hasta</b>	<b>Máximo Título en Economía</b>	<b>Institución</b>
Venicio Sánchez Guerreros	2007	2007	—	Universidad Nacional de Asunción (Paraguay)
Germán Rojas Irigoyen	2007	2008	—	Universidad Católica de Nuestra Señora de Asunción (Paraguay)
Jorge Corvalán	2008	2013	Lic	Universidad Nacional de Asunción (Paraguay)
Carlos Fernández Valdovinos	2013	2018	PhD	Chicago
José Cantero Sienra	2018		Lic	University of Kansas
<b>Perú</b>	<b>Desde</b>	<b>Hasta</b>	<b>Máximo Título en Economía</b>	<b>Institución</b>
Germán Suárez Chávez	1992	2001	—	—
Richard Webb Duarte	2001	2003	PhD	Harvard
Javier Silva Ruete	2003	2004	Lic	Universidad Nacional Mayor de San Marcos (Perú)
Óscar Dancourt Masfías	2005	2006	Mg	Pontificia Universidad Católica (Perú)
Julio Velarde	2006		PhD	Brown
<b>Uruguay</b>	<b>Desde</b>	<b>Hasta</b>	<b>Máximo Título en Economía</b>	<b>Institución</b>
Mario Bergara	2008	2013	Lic	Universidad de la República (Uruguay)
Alberto Graña	2014	2015	Lic	Universidad de la República (Uruguay)
Mario Bergara	2015	2018	Lic	Universidad de la República (Uruguay)
Alberto Graña	2018	2020	Lic	Universidad de la República (Uruguay)
Diego Labat	2020		Lic	Universidad de la República (Uruguay)
<b>Venezuela</b>	<b>Desde</b>	<b>Hasta</b>	<b>Máximo Título en Economía</b>	<b>Institución</b>
Nelson José Merentes Díaz	2009	2013	—	—
Edmée Bentacourt de García	2013	2013	—	—
Eudomar Tovar	2013	2014	—	—
Nelsón José Merentes Díaz	2014	2017	—	—
Calixto Ortega Sánchez	2018		—	—

**FUENTE:** elaboración propia en base a datos de los Bancos Centrales.

