



Centro de
Investigación de
Economía
Nacional



¿Una regla fiscal para Argentina?

Un análisis sobre el instrumento, sus variantes, y lineamientos para una propuesta propia

1. Introducción

El artículo 1º del Proyecto de Presupuesto presentado por el gobierno de Milei establece una regla fiscal explícita que obliga al Sector Público Nacional a mantener un resultado financiero equilibrado o superavitario de 2025 en adelante. En caso de que los ingresos proyectados no se cumplan, se deberán ajustar los gastos proporcionalmente -en particular, los que no se encuentran indexados por Ley- para restablecer el equilibrio. El artículo 70 complementa esta disposición al modificar la Ley de Administración Financiera (Ley N° 24.156), incorporando como norma permanente la obligación de un presupuesto equilibrado o superavitario. La inclusión de un nuevo artículo 11 bis en la Ley de Administración Financiera formaliza esta regla a largo plazo, obligando a realizar recortes automáticos en caso de que los ingresos no se alineen con lo previsto.

No es objetivo de este informe implicarnos en los aspectos jurídicos o legales de esta discusión. Sin embargo, entendemos que el enfoque rígido de esta regla fiscal entra en conflicto con el principio presupuestario de *flexibilidad* establecido en el

sistema presupuestario. Asimismo, la Ley 24.156, que rige la administración financiera, estipula que la ley de presupuesto no debe modificar leyes existentes, y el principio de *exclusividad* exige que las disposiciones presupuestarias sean temporales y específicas para el año fiscal en cuestión. Al introducir modificaciones permanentes a través del presupuesto, como la incorporación de una nueva regla fiscal, se vulnera este principio, generando inseguridad jurídica y normativa.

Además, ya existe un antecedente en la Ley 25.152, que impone una regla fiscal similar, pero ha sido suspendida de manera sistemática en cada ejercicio presupuestario. Esto sugiere que, aunque la propuesta actual pueda parecer un intento de promover responsabilidad fiscal, la rigidez que plantea podría llevar a que corra la misma suerte. Para que la política fiscal sea efectiva y sostenible, sería necesario un enfoque más flexible, que permita al Estado adaptarse a las realidades económicas sin comprometer su capacidad de acción en momentos de crisis.

Desde una perspectiva económica, que es en lo que se hará foco en este informe, esta regla presenta graves problemas. Limita la capacidad del Estado para realizar políticas fiscales contracíclicas, esenciales en épocas de crisis y, en situaciones de recesión o shock externo, los recortes automáticos podrían agravar la situación en lugar de mitigarla. Además, esta rigidez crea incertidumbre sobre la inversión estatal en proyectos estratégicos a mediano plazo: implica un peso decreciente del gasto público sobre el PBI, imponiendo restricciones estructurales al gasto en áreas que, sin tener cláusulas de ajuste automático, son claves para el desarrollo nacional, como educación, salud, ciencia y tecnología, o infraestructura.

El objetivo de este documento es abordar la idea de la regla fiscal en sí misma, pero, además, se propone tratar una discusión subyacente: la del vínculo entre el déficit fiscal y la inflación.

A tal fin, en primer lugar, se presenta la noción de la regla fiscal. Luego se aborda el vínculo entre el déficit fiscal y la inflación desde distintas perspectivas: la “ortodoxa”, la “heterodoxa” y desde la síntesis que proponemos, la economía bimonetaria. Por último, relevamos distintas experiencias y propuestas concretas, incluidas algunas locales, como la presentada en la Ley de Solvencia Fiscal en 1999, o la más reciente de Milei, para concluir con los lineamientos de una propuesta de regla fiscal propia.

2. ¿Para qué una regla fiscal?

El objetivo de una regla fiscal es generar previsibilidad sobre la política fiscal del Estado (con un grado mayor o menor de especificidad), al restringir los márgenes de acción del gobierno de turno respecto a la discrecionalidad de las decisiones sobre el gasto o los impuestos. Las reglas también pueden tener una función política al catalizar amplios acuerdos en torno a estrategias fiscales y/o al señalar

frente a otros actores de la sociedad y el mercado la voluntad de cumplimiento de determinado sendero fiscal.

En palabras del Fondo Monetario Internacional, “las reglas fiscales pueden ser deseables cuando la discrecionalidad sin restricciones conduce a un sesgo deficitario”. Es evidente que la imposición de reglas fiscales parte de la premisa de que cierto orden fiscal es deseable y que, por el contrario, la presencia de déficit fiscal (en particular, si es persistente) es perjudicial en términos macroeconómicos. Esto no quiere decir que una regla fiscal sea sinónimo de superávit o de equilibrio permanente, sino que pretende que la política fiscal contribuya a mantener la estabilidad macroeconómica, buscando un equilibrio en términos intertemporales.

Es difícil separar esta concepción de una imposición doctrinaria, como lo revela el hecho de que la mayoría de los países han adoptado reglas fiscales después de la década de los '90, en el marco del Consenso de Washington. Sin embargo, también es cierto que la adopción de reglas fiscales vino asociado a una forma de gestionar la política macroeconómica¹ (el llamado Nuevo Consenso Macroeconómico y las metas de inflación) que ha sido exitosa en cumplir el objetivo de mantener la inflación en niveles bajos y estables, como sucede en la mayoría de los países, ante los que la Argentina constituye una de las pocas excepciones.

Con esto no queremos decir que el déficit fiscal sea inflacionario, ni que la inflación en Argentina se explique por la ausencia de una regla fiscal. Pero sí plantea una discusión respecto a los efectos que la política fiscal tiene en la economía y, en particular, las consecuencias de un déficit fiscal que crece sostenidamente y se financia con emisión monetaria.

3. La relación entre déficit fiscal e inflación

3.1 La visión ortodoxa

La ortodoxia económica sostiene la idea de que el déficit fiscal es la raíz de todos los problemas macroeconómicos y, en particular, de la inflación. De acuerdo a esta visión, los gobiernos irresponsables buscan beneficios de corto plazo a través de una expansión del gasto público, que crean una falsa ilusión de crecimiento de los ingresos y del consumo pero que, eventualmente, termina en un aumento de los precios, eliminando cualquier beneficio en términos reales.

Esta visión nace de la llamada *teoría cuantitativa* que, a su vez, es una forma de interpretar la *ecuación cuantitativa*, que no es más que una identidad contable que nada dice sobre relaciones causales.

La ecuación cuantitativa se expresa como: $M.V = P.T$

¹ Según el FMI, hay más de 100 países que utilizan algún tipo de regla fiscal.

La cantidad de dinero (M) multiplicada por la velocidad de circulación (V) debe ser equivalente a la cantidad de transacciones que se realizan en una economía (T) multiplicada por su precio (P). La intuición es sencilla: si las únicas transacciones en una economía son la compra de un alfajor de \$100 y la compra de un jugo por \$100, la cantidad de dinero en circulación para que las transacciones puedan realizarse deber ser \$200, o bien, puede ser \$100 y que ese dinero se utilice dos veces (quien vende el alfajor luego utiliza el mismo billete para comprar el jugo).

En su versión más sencilla, la *teoría cuantitativa* afirma que un aumento en la cantidad de dinero (M) generará un aumento proporcional en los precios (P), porque la velocidad de circulación es un parámetro relativamente constante (o, al menos, independiente de la cantidad de dinero) y porque la cantidad de dinero no tiene efecto sobre la economía real, sobre la producción. Entonces, si se inyecta más dinero en la economía, puede incentivarse la demanda de bienes y servicios, pero, ante la falta de reacción de la producción y de la oferta, este exceso de demanda llevará a un aumento de los precios.

El hecho de que la producción no responda ante un aumento de la cantidad de dinero y de la demanda de bienes y servicios se debe a que, de acuerdo a la teoría ortodoxa, la economía tiende al pleno empleo y el nivel del producto está determinado por factores de oferta (básicamente, la dotación de factores productivos, capital y trabajo). Por eso, en una economía que funciona al tope de su capacidad instalada y no puede producir más, un aumento de la cantidad de dinero genera inflación. La inflación, así, es un fenómeno “de demanda” y no de costos, como sostiene la teoría heterodoxa. Si bien esta teoría se fue complejizando con el paso de los años, para incorporar fenómenos como las expectativas de los agentes económicos, su esqueleto fundamental y nociones básicas se mantienen.

Hasta acá, hablamos del aumento de la cantidad de dinero (emisión) como causa de la inflación. ¿Cómo entra el déficit fiscal? Si bien es cierto que un Gobierno puede tener déficit sin que eso implique emisión monetaria, dado que puede financiarse vía endeudamiento, la teoría ortodoxa sostiene que la existencia misma de déficit fiscal genera inflación. Esto se debe a que un déficit fiscal persistente requiere un endeudamiento creciente (para poder afrontar, en el siguiente período, no solo el mismo nivel de déficit primario, sino también los intereses de la deuda), que tarde o temprano se vuelve insostenible. En ese punto, la única manera de financiar el déficit y el pago de deuda es la emisión monetaria, que es inflacionaria. Entonces, los agentes “se anticipan” a este hecho y la sola presencia de déficit genera inflación.

La visión ortodoxa luce bastante simplista y es fácilmente refutable por distintos motivos: muchos países en el mundo presentan déficit fiscal y, sin embargo, mantienen una inflación baja y estable. Estados Unidos encabeza la lista. De hecho, desde una perspectiva keynesiana clásica respecto al rol de la política fiscal, el aumento del gasto incentiva la producción a partir de un aumento del consumo y la economía puede crecer en el corto y largo plazo, sin que aumenten los precios.

Esto es incluso algo necesario porque la economía no tiende por sí sola al pleno empleo.

Más allá de las críticas que se pueden plantear a la teoría ortodoxa desde una perspectiva keynesiana general, cabe prestar atención a las características específicas de la economía argentina, que es bimonetaria. Al centrarse únicamente sobre el déficit fiscal, la perspectiva ortodoxa falla en identificar la secuencia que sigue el proceso inflacionario en una economía de estas características, en la cual la variable que inicia los shocks inflacionarios es el tipo de cambio, el cual está determinado por la demanda y oferta de dólares.

3.2 La visión heterodoxa

La teoría heterodoxa es amplia y concibe distintas visiones sobre el proceso inflacionario, por lo que es difícil esbozar un argumento que represente al conjunto de las escuelas de pensamiento que la conforman. Parte de esto se expresa en el concepto muchas veces vacío de contenido de “la inflación multicausal”.

La heterodoxia sostiene que la relación entre crecimiento de la cantidad de dinero e inflación existe, pero es inversa. La inflación obedece a factores de costos (inflación cambiaria, puja distributiva o shock de commodities, por ejemplo) y la cantidad de dinero se ajusta al nivel de precios. Si no hay plena utilización de los recursos (pleno empleo y plena utilización de la capacidad instalada) no hay motivos para la inflación de demanda que postula la teoría monetarista.

En muchos casos, la variable clave que desencadena el proceso inflacionario es el tipo de cambio, el cual depende de la demanda y oferta de divisas, es decir, del desempeño del sector externo. Si las exportaciones y las inversiones extranjeras no alcanzan para financiar a las importaciones, el turismo, el pago de la deuda externa y la fuga de capitales, el exceso de demanda de dólares conduce a una pérdida de reservas insostenible. Tarde o temprano, debe ser compensado con una devaluación, la cual acarrea efectos inflacionarios y recesión por la caída del salario real y aumento de la desocupación.

Desde este punto de vista, si la inflación es un fenómeno ligado al tipo de cambio, y este a su vez obedece a determinaciones del sector externo, el fenómeno inflacionario persistente está totalmente escindido del déficit fiscal, el cual ante la ausencia de pleno empleo no tendría capacidad de explicar el fenómeno inflacionario ni afectar la dinámica del sector externo o los precios internacionales.

3.3 Una síntesis: la economía bimonetaria

Distintas versiones de la visión ortodoxa y heterodoxa del proceso inflacionario aparecen contrapuestas en el debate público, pero solo logran capturar una parte de la realidad en desmedro del resto.

Por ejemplo, la visión ortodoxa cobró fuerza a la salida de la pandemia cuando, en un contexto de elevado déficit fiscal financiado con emisión, se produjo un aumento de la inflación. En cambio, en el contexto actual de superávit fiscal con un piso alto de inflación pone en valor la perspectiva multicausal enmarcada en la heterodoxia.

Desde nuestra perspectiva, se torna necesario encontrar una síntesis que logre explicar cómo el déficit fiscal sostenido puede acarrear consecuencias negativas sobre el sector externo e impulsar de este modo un proceso inflacionario, entendiendo que, si bien es exagerado suponer un vínculo directo, automático y unidireccional entre emisión monetaria e inflación, la mediación entre ambos fenómenos efectivamente existe y está afectada por el contexto.

¿Cuál es entonces el vínculo entre déficit e inflación? Una economía bimonetaria está caracterizada por la presencia de una moneda débil utilizada para las transacciones diarias y una moneda fuerte, en nuestro caso el dólar, demandada para ahorro y a través de la cual están nominados algunos bienes durables o inmuebles. Si, a diferencia de otros países con monedas estables, los empresarios dolarizan sus activos y sus ganancias y las clases medias-altas y altas demandan dólares para ahorrar, esta conducta determina una estrecha relación entre la oferta de pesos y la demanda de dólares: cualquier peso que “sobre” se destina a la compra de divisas.

Un déficit fiscal que crece sin lineamientos preestablecidos y se financia con emisión genera saldos en pesos cuya contracara es una mayor demanda de dólares o, en otras palabras, el desequilibrio en pesos del sector público da lugar a mayores presiones sobre el sector externo. Sin ir más lejos, esta dinámica explica algunos de los desequilibrios macroeconómicos del gobierno de Alberto Fernández. Como fue mencionado, en 2020, producto de la pandemia, el Estado nacional debió afrontar un déficit fiscal primario equivalente al 6,5% del PBI (y de 8,5% si consideramos el pago de intereses de deuda) y, dado que la economía había perdido el acceso a los mercados internacionales de deuda durante el gobierno macrista, ese desequilibrio debió financiarse casi totalmente con emisión monetaria.

El crecimiento de la base monetaria en semejante cuantía, en un contexto de incertidumbre y con cepo cambiario, llevó a un salto de los tipos de cambio paralelos llevando la brecha a niveles inéditos, generando una gran cantidad de incentivos profundamente negativos para la economía, entre ellos:

- 1) Incentivos a subfacturar exportaciones y sobrefacturar importaciones, impactando negativamente sobre la capacidad de acumular reservas internacionales en una economía ya atravesada por una crisis de restricción externa (nuevamente, debido a la política de endeudamiento macrista);
- 2) Pérdida de referencia del tipo de cambio oficial, al realizarse un número creciente de transacciones a los tipos de cambio paralelos, lo que equivale a

decir que un mayor número de precios pasó a estar determinado por los tipos de cambio paralelos, alimentando el proceso inflacionario;

- 3) Incentivos al sector privado para desendeudarse en moneda dura, demandando más reservas internacionales y
- 4) En consecuencia, presiones devaluatorias, lo que genera aún más demanda y menos oferta de dólares, lo que eventualmente conduce a una devaluación efectiva y un salto inflacionario.

En definitiva, los controles cambiarios permiten administrar la relación entre emisión y devaluación del tipo de cambio porque redirige la demanda de divisas hacia un mercado paralelo, pero no logra eliminarla del todo, ya que una brecha muy alta genera incentivos que terminan limitando la propia capacidad de acumulación de reservas del Banco Central y sentando las bases para un salto cambiario.

La segunda característica de la economía bimonetaria es que el vínculo entre devaluación e inflación se intensifica. No hay quien no esté al tanto de esta relación que en términos técnicos se denomina *pass through*. Mientras que en Brasil el real se depreció más de un 12% este 2024, pero exhibe una inflación interanual inferior al 5%, en Argentina son requeridos pocos meses para que el nivel de precios replique las variaciones del dólar oficial. Tras las devaluaciones de agosto o diciembre, el pasaje a precios del salto del tipo de cambio fue prácticamente inmediato (y, en el caso de la devaluación de agosto, casi total).

El tercer rasgo de una economía bimonetaria con elevados niveles de inflación radica en la escasa envergadura del mercado de deuda en pesos, lo que, dadas las lógicas precauciones que el Estado debe asumir a la hora de acudir al crédito externo, limita las posibilidades de financiar el déficit por otras vías diferentes a la emisión monetaria. En una economía de baja inflación hay más espacio para el déficit fiscal porque estos canales no operan con tanta fuerza y la regla fiscal aparece, en todo caso, como un mecanismo institucional para administrar la estabilidad macroeconómica, pero no para alcanzarla.

En síntesis, consideramos que déficit fiscal sostenido financiado con emisión monetaria puede causar efectos negativos sobre la economía y el tejido social, especialmente en una economía bimonetaria donde el ahorro se dolariza y las devaluaciones desestabilizan. La inflación resultante genera efectos distributivos regresivos que tienden a consolidar la concentración de grandes fortunas por un lado y una masa de trabajadores pobres carentes de herramientas para defenderse del proceso inflacionario por el otro.

De este modo, tanto la visión heterodoxa como la ortodoxa contienen un grado de verdad: la heterodoxa acierta al entender al fenómeno inflacionario como un fenómeno impulsado por el tipo de cambio, mientras que la ortodoxa, aunque por razones equivocadas, trae a colación la relevancia del frente fiscal, la cual no debe descartarse.

Esto no significa que el déficit fiscal financiado con emisión de forma sostenida fuera el único problema que enfrentaba la economía en diciembre de 2023. Todavía al momento de escribir este documento, podemos afirmar que Argentina se encuentra en un régimen de alta inflación, el cual está caracterizado por la presencia de una inercia inflacionaria que está institucionalizada en una serie de contratos indexados (alquileres, salarios, etc.). Dada la gran cantidad de variables que ajustan mensualmente en función de la inflación del mes anterior, esta dinámica fija un piso de inflación, difícil de perforar a través de la imposición de un ancla cambiaria o recesión, las estrategias de la actual política económica. El problema inflacionario y bimonetario es complejo y multicausal, por lo que su abordaje demanda la implementación de un paquete de medidas integral que aborde cuestiones fiscales, cambiarias, monetarias e institucionales.

4. Entonces, ¿está bien poner una regla fiscal?

4.1 La economía bimonetaria nos da argumentos

La política económica no se calibra de la misma forma ni tiene los mismos efectos en un contexto de alta inflación con bimonetarismo, respecto a su administración en un contexto de inflación baja. En el primer escenario, que es el que estamos atravesando, la política fiscal debe ser más rígida porque cualquier monetización del déficit podría generar tensiones cambiarias. La más mínima devaluación puede tirar por tierra cualquier logro inicial en materia de desinflación y desindexación de la economía.

No obstante, a medida que se consolida un régimen de baja inflación, el espacio para el déficit fiscal aumenta por diferentes motivos. En primer lugar, una baja inflación se correlaciona con un mercado de deuda local más robusto a menores tasas de interés, lo que permite financiar al Estado. En segundo lugar, a medida que la economía se desindexa y algunos precios clave de la economía se pesifican, las fluctuaciones del tipo de cambio nominal van paulatinamente perdiendo impacto sobre el nivel de precios. Por ejemplo, en el año 2002, en el marco de la salida de la convertibilidad, que era un régimen de baja inflación con graves desequilibrios económicos y negativo impacto social, el tipo de cambio aumentó un 200%, pero la inflación de aquel año fue de menos del 41%. En diciembre de 2023, el salto del tipo de cambio fue del 118,3% y alcanzaron únicamente seis meses para que el IPC replicara el mismo salto.

La experiencia histórica muestra que los planes de estabilización que alcanzaron el objetivo de bajar la inflación de manera sostenible en distintos países incluyeron en todos los casos la corrección de desequilibrios macroeconómicos (déficit fiscal y externo).

El economista Rudiger Dornbusch, en un artículo de 1987, clasificó los planes de estabilización en cuatro, según dos dimensiones de la política: si el programa incluye o no una restricción fiscal (ajuste) y si el programa cuenta con una política

de ingresos (que puede incluir la fijación o el congelamiento de alguna o de todas estas variables: los salarios, los precios y el tipo de cambio). Los programas que solo incluyen ajuste fiscal son ortodoxos y los que combinan ambas políticas son heterodoxos. Los que no incluyen ninguno de los dos componentes son “magia” y los que solo se basan en políticas de ingresos (coordinación de precios y salarios) son “poesía”. Esta fue una manera provocadora de indicar que incluso los programas heterodoxos deben incluir una consolidación fiscal para ser exitosos.

Si tomamos estos elementos como ciertos, encontramos una justificación para el hecho de que en las últimas décadas se hayan adoptado reglas fiscales en un número creciente de países, pero, sobre todo, encontramos una justificación para la aplicación de una regla fiscal en Argentina.

Lo distintivo del caso argentino es la dificultad para gestionar los ciclos económicos, donde el bimonetarismo y la falta de acuerdo acerca del rumbo económico y la participación asalariada en el ingreso nacional generan desórdenes macroeconómicos severos. En ese contexto, entendemos que la política fiscal funciona como un mecanismo de amortiguación, lo cual explica la trayectoria volátil y tensionada que tiene el tesoro argentino respecto a otros países de nuestra región.

Cuando la distribución primaria del ingreso —la forma en que se reparten los recursos entre el trabajo y el capital antes de que intervenga el Estado— es muy desigual y deja a gran parte de la población por debajo de la línea de pobreza, el gasto público puede jugar un rol fundamental. Este gasto no solo ayuda a mitigar las desigualdades, sino que también impulsa la actividad económica (a través de, por ejemplo, subsidios a la energía y al transporte). Sin embargo, si sostener niveles aceptables de actividad y distribución del ingreso para un gobierno popular requiere un gasto que supere estructuralmente los ingresos fiscales, el desequilibrio macroeconómico puede volverse problemático.

Si decimos que la tensión en el plano fiscal es consecuencia y no causa de los problemas económicos de la Argentina, cabe preguntarse qué tan atinado sería poner una regla fiscal, en tanto restringe la posibilidad de que el fisco sea el salvataje de lo no resuelto en términos de acuerdos distributivos y de perfil productivo. Si se logra un consenso acorde a las necesidades de la sociedad en estas variables, donde una discusión acerca de la reforma impositiva es fundamental, la regla fiscal puede ayudar a generar orden macroeconómico y ser un instrumento para combatir el bimonetarismo.

Desde nuestra perspectiva, entonces, la discusión no necesariamente se trata solo sobre si aplicar o no una regla fiscal, sino también sobre cómo hacerlo. Si bien no es objetivo de este documento diseñar una regla fiscal, nos proponemos abordar los elementos centrales que creemos debería comprender una regla fiscal adaptada al contexto argentino. Pero antes, veamos por qué la propuesta de Milei no es una alternativa adecuada.

4. 2 La regla que propone Milei es mala a secas

Como comentamos en la introducción, la propuesta del gobierno de Milei es excesivamente rígida y parece responder más a preconcepciones ideológicas que a lineamientos técnicos.

De acuerdo con la literatura sobre reglas fiscales, para ser eficaces deben cumplir tres propiedades principales: simplicidad, flexibilidad y aplicabilidad (*enforcement* en inglés). Si bien es muy difícil conseguir las tres propiedades de manera simultánea, es claro que la regla fiscal que propone Milei solo cumple con la primera, es simple: el Sector Público Nacional no podría tener nunca déficit fiscal. Es absolutamente inflexible y tampoco incorpora garantías de aplicabilidad, dado que no hay sanciones por posibles desvíos y se quiere traficar dentro de una Ley de Presupuesto, sin un debate adecuado que le otorgue consenso político y social. Puede ser suspendida por cualquier otra ley futura, como ya sucede con la regla fiscal que rige desde 2005.

Este diseño va a contramano de las tendencias globales. En general, las reglas fiscales establecen metas agregadas para asegurar la sostenibilidad económica, pero no por ello restringen por completo a la posibilidad de hacer política fiscal, sino que definen un perímetro “sensato” para la discrecionalidad fiscal. Las reglas fiscales han ido evolucionando a lo largo del tiempo y, según el FMI, las llamadas “reglas de segunda generación” reflejan los esfuerzos por mejorar tanto la flexibilidad como la aplicabilidad, a expensas de la simplicidad.

La flexibilidad se alcanza incorporando “cláusulas de escape” (para poder incumplir la regla ante acontecimientos inesperados, como la pandemia) y diseñando una regla que se ajuste al ciclo económico. La literatura económica, tanto ortodoxa como heterodoxa, reconoce que las economías se desenvuelven de manera cíclica, alternando períodos de auge con períodos de caída. De allí se desprende que uno de los principales objetivos de la política fiscal debe ser suavizar el ciclo macroeconómico: enfriar la economía ante señales de “recalentamiento” y, especialmente, apuntalar la demanda en momentos de crisis.

En ese sentido, se postula que los países deben constituir reservas financieras en épocas de bonanza (por ejemplo, reservando los ingresos extraordinarios en un fondo de estabilización) y recurrir a ellas en épocas de crisis para sostener el gasto público. Una regla fiscal bien diseñada debería inducir a este tipo de comportamiento e incluso incorporar “estabilizadores automáticos”. Es decir, partidas del presupuesto que se ven afectadas automáticamente ante un cambio en el ciclo.

Una regla fiscal mal diseñada puede acarrear grandes costos. Primero, son potencialmente procíclicas, ya que fomentan el ajuste fiscal en tiempos de recesión (y no necesariamente impiden una política fiscal más laxa en tiempos de auge, cuando crece la recaudación impositiva). En segundo lugar, pueden permitir

que el “sesgo del déficit” que supuestamente tienen los políticos en ausencia de reglas se transforme en un sesgo de composición: los límites de déficit vinculantes pueden llevar a los hacedores de política a resignar partidas de “alta calidad” con beneficios sólo a largo plazo (por ejemplo, inversión en infraestructura, salud o educación) y dirigirlo hacia gastos que solo generan bienestar o alivio de corto plazo.

Con la regla que se propone en el proyecto de Presupuesto ocurriría exactamente esto. Ante una situación de crisis, que lleve a una merma de los ingresos, el Estado deberá ajustar su gasto de forma proporcional, agravando la situación. Pero no solo eso, sino que deberá recortar los gastos que no se encuentran indexados por ley como son, ni más ni menos, el gasto de capital o en educación y salud.

En los países en desarrollo en particular, es importante que las reglas fiscales no limiten el financiamiento de “las necesidades del desarrollo”, en palabras del propio FMI. En definitiva, la regla fiscal de Milei es excesivamente rígida y no pasaría si quiera el examen del Fondo Monetario.

4.3 Experiencia de otros países de Latinoamérica

Chile

La regla fiscal en Chile, conocida como Balance Estructural o Balance Cíclicamente Ajustado (BCA), se aplica desde 2001 con el objetivo de estabilizar el gasto público y mantener la sostenibilidad fiscal, ajustando las finanzas públicas a los ciclos económicos y a la variabilidad del precio del cobre, una de las principales fuentes de ingresos del país. La metodología de esta regla consiste en calcular el presupuesto público en función de ingresos estructurales, que representan ingresos a largo plazo ajustados por factores cíclicos. Esto significa que, en lugar de basarse en ingresos efectivos, que pueden variar considerablemente debido a las fluctuaciones exógenas de la economía, Chile calcula sus ingresos presupuestarios suponiendo condiciones normales o promedios a largo plazo tanto para el crecimiento del PIB como para el precio del cobre.

Para llevar a cabo el balance estructural, se hacen estimaciones del PIB tendencial y del precio de largo plazo del cobre con comités independientes que emiten proyecciones en base a modelos estadísticos y económicos. Estos comités están conformados por expertos en economía, minería y otros sectores, y su objetivo es evitar que el presupuesto se ajuste en función de ciclos económicos temporales o precios del cobre que puedan no sostenerse en el tiempo. Así, el gasto público es ajustado de acuerdo a los ingresos estructurales, lo que permite que la política fiscal sea contracíclica. En tiempos de bonanza económica o de altos precios del cobre, el país acumula superávits que pueden utilizarse para sostener el gasto durante recesiones o períodos de menores ingresos, evitando así incrementos abruptos en la deuda pública o ajustes fiscales de última hora. Esta estructura ha

permitido a Chile adoptar una política fiscal más estable y predecible a lo largo de diferentes ciclos económicos.

Colombia

En Colombia, al igual que en Chile, la regla fiscal se basa en un balance estructural que ajusta los ingresos y gastos del gobierno según los ciclos económicos y las variaciones en los precios de commodities. Nuevamente el objetivo de este tipo de regla es la contraciclicidad, acumulando superávits en tiempos de bonanza y permitiendo mayor gasto en períodos de recesión, sin que los cambios temporales afecten directamente el presupuesto. El objetivo es estabilizar el gasto público y evitar decisiones fiscales impulsadas por fluctuaciones económicas de corto plazo, de manera similar a lo que hace Chile con el cobre. Para el cálculo del balance estructural, se emplean proyecciones del PIB y precios del petróleo, emitidas por organismos independientes.

A diferencia de Chile, Colombia además impone un porcentaje explícito de deuda pública del 71% del PIB y un ancla del 55%. Este umbral está siendo actualmente discutido por el gobierno de Gustavo Petro, que quiere aumentar la inversión pública en un contexto de caída del producto. En el marco de su propuesta de reforma tributaria, además, propuso que las inversiones “sostenibles” para la transición energética y aspectos vinculados al cambio climático sean eximidas del cálculo de déficit que propone la regla por hasta un 0,3% del PBI.

Brasil

En 2016, el gobierno de Michel Temer había impuesto una regla de "techo de gasto". Este techo limitaba el crecimiento del gasto público primario al índice de inflación del año anterior, lo que significa que el gasto real no podía aumentar más allá de este nivel inflacionario. La regla, que efectivamente estuvo operativa hasta este año, no contenía ningún elemento de contraciclicidad y ni siquiera vinculaba al gasto con la recaudación, lo cual implica que el gasto no podía crecer aún con ingresos extraordinarios.

El gobierno de Lula da Silva propuso una nueva regla fiscal para reemplazar este techo de gasto. La propuesta, que se aprobó en el congreso en 2023, vincula el incremento del gasto público al crecimiento de la recaudación fiscal. Bajo este nuevo esquema, el gasto podría aumentar hasta un 70% de la subida de ingresos del año anterior.

Argentina 1999

La Ley 25.152 de Solvencia Fiscal, sancionada al final del segundo mandato de Carlos Menem, cuenta con once artículos y su aprobación tomó más de un año. Entre ellos, se fijaron límites progresivos al déficit fiscal: 1,9% del PIB en 1999, 1,5% en 2000, 1% en 2001, 0,4% en 2002 y el equilibrio fiscal en 2003, excluyendo los ingresos derivados de privatizaciones. Ninguna de estas metas fue alcanzada.

Además, se dispuso que el aumento real del gasto público primario no debía superar el crecimiento real del PIB. En caso de contracción económica, el gasto primario corriente no podía crecer. Esta meta también fue incumplida, especialmente en 1999. La ley también estableció un fondo anticíclico con contribuciones del Tesoro Nacional del 1% en 2000, 1,5% en 2001 y 2% en 2002. Este fondo debía financiarse con superávits fiscales y el 50% de los ingresos de ventas de activos, hasta alcanzar el 3% del PIB, y solo se utilizaría en períodos de recesión.

Por otro lado, la ley limitaba el incremento de la deuda pública del Estado Nacional a la suma del déficit del Sector Público No Financiero, la capitalización de intereses, el cambio de monedas y los préstamos a las provincias. Pese a estas disposiciones, la deuda creció más del doble del resultado financiero en los años 1999 y 2001, lo que reflejó dificultades en la contención del endeudamiento durante esos años. En todos los presupuestos siguientes, la Ley fue dejada sin efecto.

Argentina 2004

La Ley 25.917, sancionada en 2004, estableció el Régimen Federal de Responsabilidad Fiscal en Argentina, con el objetivo de coordinar políticas fiscales entre el gobierno nacional y las provincias. Este régimen, aprobado en el contexto de un acuerdo con el FMI, incluyó metas para controlar el gasto y el endeudamiento. El capítulo sobre gasto público establece que el crecimiento del gasto público primario, tanto del Gobierno Nacional como de las provincias, no debe superar la tasa de incremento nominal del PIB proyectado en el marco macrofiscal. Esta restricción se aplica principalmente al gasto corriente primario cuando los pagos de la deuda representan menos del 15% de los ingresos corrientes provinciales después de transferencias a municipios, o cuando el crecimiento nominal de los recursos supera al del PIB. Para calcular el gasto público primario, se excluyen los gastos financiados con préstamos de organismos internacionales y los destinados a infraestructura social básica. La ley prohíbe financiar incrementos en el gasto corriente mediante recortes en el gasto de capital y destinar ingresos por venta de activos o nuevos endeudamientos a gastos corrientes, además de impedir la creación de fondos fuera del presupuesto consolidado.

Además, la ley estipuló la creación de un fondo anticíclico para amortiguar los efectos de los ciclos económicos. Este fondo se financiaría con superávits fiscales y con la venta de activos públicos. El fondo debía ser utilizado exclusivamente en casos de recesión o para compensar ingresos fiscales menores al promedio. En cuanto al endeudamiento, se estableció que las provincias y el gobierno nacional no podían financiar gastos corrientes con los ingresos obtenidos de la venta de activos o nuevos endeudamientos. Además, las provincias que superaran el límite del 15% en los servicios de deuda respecto a sus ingresos tendrían que presentar programas de ajuste y necesitarían autorización del Ministerio de Economía para acceder a nuevos créditos.

La ley creó también un Consejo Federal de Responsabilidad Fiscal, compuesto por representantes de los ministerios de economía nacional y provinciales, con la misión de supervisar el cumplimiento de las metas fiscales. Las sanciones por incumplimiento incluían la limitación de transferencias no automáticas del gobierno nacional y restricciones en la emisión de avales y garantías nacionales. El Consejo también tenía la autoridad de difundir la situación fiscal de las jurisdicciones y de suspender autorizaciones de nuevas deudas para aquellas que no cumplieran con los objetivos fiscales definidos en la ley.

4.4 Lineamientos para una regla fiscal propia

Argentina es un país con mucha volatilidad en su crecimiento. Esa volatilidad genera que en períodos de grandes crisis se destruya capital, haya pérdidas irrecuperables en el desarrollo de las personas y se generen desbarajustes macroeconómicos que ahuyentan un proceso sostenido y previsible de crecimiento. En números, esto es verificable: en los últimos 10 años crecimos a un promedio anual de 0,27%, mientras que nuestra región lo hizo a un promedio del 1,35%. Una propuesta de regla fiscal debería tomar en cuenta este elemento clave.

La creación de un fondo fiscal contracíclico puede ser clave para amortiguar la volatilidad económica. Este tipo de fondo se basa en una regla fiscal que obliga al gobierno a ahorrar cuando la economía crece más de lo esperado, acumulando ingresos fiscales excedentes. Así, en tiempos de crecimiento bajo o de recesión, el gobierno puede utilizar estos ahorros en lugar de reducir el gasto público debido a menores ingresos. Este mecanismo tiene el beneficio de actuar como un estabilizador automático, ofreciendo apoyo fiscal en períodos de bajo gasto privado y limitándose en tiempos de fuerte actividad económica, ayudando a suavizar las fluctuaciones del ciclo.

El desafío de una economía bimonetaria es la complejización del mecanismo de la política anticíclica. Una medida contracíclica convencional para otros países de la región, en nuestro país puede ser procíclica: ante una caída del precio de las commodities, un aumento del gasto público puede terminar agravando el escenario previo al alimentar la demanda de dólares, tensando aún más el frente externo.

Entonces, el quid de la cuestión es el diseño de la contraciclicidad, es decir, qué variable considerar para definir en qué fase del ciclo se encuentra la economía. Los países exportadores de commodities, como el nuestro, suelen atar los fondos fiscales al precio de estos bienes. Cuando suben los precios internacionales deben acumular parte de esos ingresos extraordinarios, para poder utilizarlos en momentos de caída (un menor valor de las exportaciones repercute negativamente en el PBI). Estos ingresos pueden acumularse directamente en dólares. Sin embargo, para poder expandir en la parte baja del ciclo, primero hay que tener un colchón suficiente.

Otra alternativa es usar variables socioeconómicas como señal de si es momento de que el Estado expanda o no el gasto, aunque esto tampoco está exento de desafíos. La primera pregunta es qué variable tomar. Por ejemplo, la tasa de desocupación podría ser un buen indicador (en Estados Unidos se utiliza la solicitud de seguros de desempleo como variable para calibrar la política monetaria) pero, en primer lugar, es una variable que presenta rezago (la señal puede llegar tarde) y, en segundo lugar, los cambios en el mercado laboral hacen que el desempleo crezca menos ante la caída del empleo de calidad (por la facilidad de convertirse en cuentapropista).

La segunda pregunta es si no desvirtúa el espíritu de una regla fiscal. Por ejemplo, si se tomara el nivel de pobreza como target, la situación actual de nuestro país llevaría a ser siempre expansivos fiscalmente; mientras que el objetivo de una regla es guiar la anticiclicidad. En lugar de tomar niveles absolutos de las variables, se podría considerar variaciones: si mejoran las variables socioeconómicas se restringe el gasto, si empeoran, se expande.

Una tercera posibilidad (además del precio de las commodities y variables socioeconómicas) es considerar el nivel de inflación. Si, como sostenemos, el déficit fiscal se convierte en un problema a partir de cierto umbral de inflación, la regla podría permitir cierta laxitud fiscal por debajo de dicho umbral y exigir más disciplina por encima de él. Muchos bancos centrales en el mundo calibran la política monetaria (en particular, la tasa de interés) a partir de una regla de decisión que tiene como variables al desvío de la inflación respecto de un “target” (objetivo) y al desvío del PBI respecto del producto potencial (o, alternativamente, el porcentaje de utilización de la capacidad instalada). Cuando la inflación sube, la política monetaria es contractiva, cuando el producto cae, la política tiende a ser expansiva. Podría pensarse algo similar, pero como regla fiscal.

En cualquier caso, una regla que contemple el contexto social del país debería especificar qué partidas deben reducirse si se requiere un ajuste fiscal, cuáles podrían estar exentas —como propone actualmente el gobierno de Colombia para algunas inversiones— y qué gastos priorizar en caso de recibir ingresos adicionales. Por ejemplo, si es necesario hacer recortes, no tiene el mismo impacto reducir gastos tributarios, como las exenciones fiscales a grandes empresas, que disminuir el gasto en obras de infraestructura. Para evitar que la búsqueda de estabilidad macroeconómica afecte la productividad a largo plazo, es fundamental proteger las inversiones en infraestructura y en prestaciones sociales.

Operativamente, las reglas fiscales podrían implementar mecanismos para adaptar el gasto según contextos específicos, como excluir ciertas partidas de infraestructura social básica del cálculo del gasto primario. Otra opción sería establecer un límite hasta un porcentaje determinado del producto, de manera que este gasto no influya directamente en el balance fiscal. También se podría incorporar un sistema de activación condicional que permita el gasto extra en situaciones excepcionales, como un aumento en los índices de pobreza o la

ocurrencia de desastres naturales. Este gasto, aunque activado por condiciones específicas, podría estar sujeto a un umbral máximo para asegurar que no desestabilice la economía.

Otro punto fundamental a tener en cuenta es que todas las reglas fiscales exitosas en el mundo tienen cláusulas de escape, que permiten a los gobiernos flexibilizar temporalmente las restricciones de sus reglas fiscales en casos de circunstancias excepcionales, como recesiones graves o desastres naturales. Su existencia tiene dos beneficios fundamentales: por un lado, permite a los gobiernos cumplir con su responsabilidad ante eventos extraordinarios sin que implique que la norma se derogue. Por el otro, señala al resto de los actores de la economía que, cumplido el evento extraordinario, el gobierno retomará la regla.

Por último, la regla fiscal debiera surgir de un amplio debate político y social, que permita diseñar una norma con consenso y apoyo. Traficar la regla en la Ley de Presupuesto, que involucra muchas otras discusiones, es todo lo contrario a ello.

4.5 La regla fiscal por sí sola no estabiliza

Es importante aclarar que, independientemente de los beneficios de adoptar una regla fiscal bien diseñada, esta política no debe entenderse en sí misma como un programa integral de transición hacia un régimen de baja inflación.

El régimen de alta inflación en el que Argentina hoy todavía se encuentra, no tiene únicamente determinaciones fiscales: también las hay externas/cambiarias (escasez de dólares y restricción externa, agravada por el elevado nivel de endeudamiento), monetarias (por ejemplo, la expansión de depósitos vía tasa de interés positiva en dólares) o institucionales (contratos indexados que asientan un piso de inercia).

En esta línea, hoy asistimos a un experimento económico que busca salir de este régimen únicamente a través de la política de superávit fiscal-financiero y el ancla cambiaria, lo que, si bien ha dado algunos resultados para perforar los dos dígitos mensuales de inflación, está enfrentando claras dificultades para perforar el piso inercial del 3,5%. La propuesta de regla fiscal se enmarca en esta perspectiva unicausal y ortodoxa de la inflación y busca profundizar el programa de Milei, pero dotándolo de status de ley. Sin políticas de abordaje de la inercia como la desindexación de los contratos o acuerdos de precios y salarios, este camino solamente consolida y profundiza el escenario económico actual de actividad deprimida y crecimiento de la pobreza estructural. Además, tarde o temprano la economía volverá a encontrarse con la restricción externa, ante las dificultades para acumular reservas y los abultados vencimientos de deuda que el país tiene por delante.

Esto no quiere decir que la estabilización no demande superávit fiscal primario, al menos en un principio, calibrándolo de modo tal de que su consecución afecte en

mayor medida a los sectores de ingresos altos. Además, en el marco de un programa de estabilización con política de ingresos a implementarse en un contexto de vencimientos crecientes de deuda, independientemente de su posible reestructuración, Argentina necesita recuperar el acceso a los mercados internacionales de crédito para evitar que el pago de la deuda presione sobre las reservas y el tipo de cambio. En ese contexto, la regla discutida en este documento podría cumplir la función de dotar de credibilidad a la política fiscal y evitar la sobreactuación de un ajuste para alcanzar los objetivos de estabilización.

Pero este no debe transformarse en una política de Estado inamovible ni entenderse como la única condición para la reducción de la inflación. En definitiva, en ningún país con estabilidad económica el Estado registra indefinidamente equilibrio fiscal, ya que es posible a través del endeudamiento en moneda local a tasas bajas evitar que la deuda crezca más rápido que el producto. En otras palabras, una regla fiscal adecuada permitiría gastar más y no menos al tiempo que la inflación se reduce y la propia transición hacia un régimen de baja inflación aumentaría por sí sola el espacio fiscal a los niveles de la región. La economía argentina no tendría por qué ser la excepción a la regla si lograra emprender un camino de estabilización macroeconómica.

5. Conclusión

La presentación del proyecto de ley del Presupuesto 2025 vuelve a traer a colación una de las discusiones más relevantes de la economía argentina de los últimos años: el rol del déficit fiscal y sus consecuencias.

Está claro que en el centro de los desequilibrios macroeconómicos y, en particular, del fenómeno inflacionario, está la restricción externa, enormemente agravada por el ciclo de endeudamiento macrista. Sin embargo, esto no quita que en una economía bimonetaria el déficit fiscal tenga consecuencias determinantes: retroalimenta la restricción externa al presionar sobre la demanda de dólares. Cualquier exceso de pesos es una potencial demanda de divisas lo que, como quedó demostrado en los últimos años, puede tener un impacto concreto en la economía.

En función de eso es que se desprende la discusión sobre una posible regla fiscal. Volviendo al proyecto de ley del Presupuesto, y más allá de las consideraciones jurídicas y políticas, la propuesta del gobierno de Milei es excesivamente rígida y simplista, y se parece más a una sobreactuación de una postura ideológica que a una medida de política económica viable.

Las reglas fiscales en el resto del mundo, inclusive las planteadas en otras ocasiones en la Argentina, no se limitan a exigir equilibrio fiscal en todo momento y lugar, sino que además actúan sobre un elemento central de la política fiscal en general: su contraciclicidad y su aporte para suavizar el ciclo económico, sobre todo reduciendo la profundidad y el impacto de las crisis.

Nuestra economía bimonetaria plantea una serie de desafíos ante los cuales una regla fiscal puede ser una herramienta clave, sin ser la principal y última respuesta. El objetivo principal es estabilizar la economía, y la política fiscal en todo caso debe cumplir un rol dentro de ese marco. Una macroeconomía estable es el elemento central de un modelo de desarrollo nacional que potencie las capacidades argentinas y el bienestar económico y social.