



Recuadro I: La regla fiscal como ancla para la estabilidad macroeconómica

Introducción

En las dos últimas décadas, Paraguay ha consolidado un marco macroeconómico sólido, resultado del compromiso firme y sostenido de las principales autoridades del país con una gestión responsable de las políticas económicas. En este escenario de mejora continua, las políticas monetaria y fiscal han ido adaptándose a las mejores prácticas internacionales en la materia.

Así, entre el 2004 y 2005 el Banco Central del Paraguay dio los primeros pasos hacia un nuevo esquema de política monetaria denominado “Metas de Inflación (MI)”, adoptado formalmente a partir de mayo de 2011, mientras que, la disciplina fiscal se fortaleció con la incorporación de la Ley de Responsabilidad Fiscal (LRF) en el 2013.

Estos dos pilares de la institucionalidad económica del país, MI y la LRF, operan de manera complementaria, considerando que, mientras el primero ha funcionado como un ancla nominal para la economía, orientando las expectativas de inflación y contribuyendo a la estabilidad de precios, el segundo ha reforzado la prudencia fiscal, garantizando la sostenibilidad de las finanzas públicas, lo que a su vez reduce eventuales presiones sobre la política monetaria. En forma conjunta, ambas reformas institucionales han incrementado la credibilidad y la efectividad de las políticas macroeconómicas, lo cual ha sido clave para mitigar el impacto de los *shocks* externos registrados en los últimos años.

El objetivo de este recuadro es destacar la relevancia de preservar el ancla fiscal como complemento al régimen de MI y como pilar fundamental para la sostenibilidad de las finanzas públicas, de tal manera a seguir garantizando la estabilidad macroeconómica, y, a través de ella, la confianza de los agentes económicos, residentes y no residentes, en el crecimiento y desarrollo del país.

Disciplina fiscal y efectividad de la política monetaria

Diversos estudios teóricos y empíricos han puesto de relieve la importancia de la disciplina fiscal como un elemento fundamental para la credibilidad y efectividad de la política monetaria. En este contexto, ha surgido el concepto de “dominancia fiscal”, que se refiere a una situación en la cual las decisiones de política fiscal restringen la capacidad del banco central de conducir su política monetaria de una forma efectiva para controlar la inflación.

Un canal por medio del cual la dominancia fiscal puede presentarse es a través del financiamiento monetario directo, donde el banco central se ve obligado a emitir dinero para cubrir el déficit del gobierno, lo que directamente impulsaría la inflación. Otro canal es cuando el banco central se ve constreñido a mantener artificialmente bajas las tasas de interés de política monetaria para no incrementar el costo del servicio de la deuda pública. Esta medida, si bien aliviaría temporalmente la carga fiscal, imposibilitaría al banco central adoptar un perfil menos expansivo o más contractivo de la política monetaria, por ejemplo, en un escenario donde sería necesario combatir una inflación que se aleja de la meta de la autoridad monetaria. En otras palabras, si la deuda pública es elevada, el aumento de la tasa referencial por parte del banco central puede agravar la capacidad de pago del fisco debido



a que incrementa el monto del servicio de la deuda. Esta incertidumbre sobre la capacidad de pago del fisco podría generar una fuga de capitales y/o una depreciación de la moneda, alimentando aún más la inflación, creando un círculo vicioso entre el elevado endeudamiento y la inflación. En esencia, la política fiscal es tan dominante al punto que impide que la política monetaria pueda actuar para estabilizar la inflación volviéndola ineficaz e incluso provocando consecuencias adversas en la economía.

La literatura señala que, en un contexto de dominancia fiscal, la política monetaria puede perder efectividad frente a los desequilibrios registrados en las finanzas públicas. Sargent y Wallace (1981), introdujeron este concepto para describir la subordinación de la política monetaria a las necesidades de financiamiento del gobierno. Bajo este régimen, una política fiscal expansiva puede entrar en conflicto con los objetivos de estabilidad de precios, obligando al banco central a enfrentar un dilema complejo.

Por su parte, Blanchard (2004) aborda la dominancia fiscal analizando el caso de Brasil en el periodo 2002-2003. El autor formaliza un mecanismo de transmisión en el cual incrementos de la tasa de interés pueden depreciar la moneda doméstica en lugar de apreciarla, cuando la economía presenta altos niveles de deuda pública, una elevada proporción de deuda en moneda extranjera y elevada aversión al riesgo por parte de los inversionistas internacionales. Su evidencia teórica y empírica muestra que, en este contexto, una suba de tasas de interés eleva la percepción de riesgo de default del soberano, lo que reduce los flujos de capital, presiona a la baja la moneda local e intensifica las presiones inflacionarias.

Esquemas de metas de inflación y reglas fiscales

Con el objetivo de fortalecer la efectividad y credibilidad de las políticas macroeconómicas, numerosos países han adoptado reformas orientadas a garantizar mayor disciplina fiscal y monetaria. Entre ellas destacan la independencia de los bancos centrales, la adopción de regímenes de metas de inflación y la implementación de reglas fiscales. Estas últimas, han permitido a los gobiernos resistir con mayor eficacia las presiones de aumentos de gasto, al tiempo que facilitaron una mejor coordinación entre las políticas fiscal y monetaria.

La literatura subraya que combinar reglas fiscales con un esquema de metas de inflación no solo potencia el desempeño fiscal, sino que también acelera la reducción de la inflación. La compatibilidad entre ambos marcos resulta esencial: un régimen de metas de inflación requiere credibilidad del banco central y expectativas bien ancladas, condiciones que pueden verse comprometidas si la política fiscal incurre en déficits persistentes que eleven la demanda agregada o generen presiones de financiamiento monetario. Por ello, la consistencia entre la política fiscal y la política monetaria es un requisito clave para preservar la estabilidad macroeconómica y garantizar la efectividad de las políticas.

Un aporte clave de la literatura proviene de Combes, Debrun, Minea y Tapsoba (2018), cuyo análisis se centra en la interacción entre las metas de inflación y las reglas fiscales. Su estudio aporta evidencia de que estos dos marcos se refuerzan mutuamente, demostrando que sus efectos combinados sobre la inflación y los resultados fiscales tienden a ser mayores a los obtenidos al aplicar uno de ellos. Los autores recalcan la importancia de diseñar los marcos institucionales de forma integral, ya que la efectividad del régimen de metas de inflación depende, en gran medida, de un anclaje fiscal sólido que



garantice la sostenibilidad de las cuentas públicas y respalde los esfuerzos de estabilización del banco central.

Beneficios de las reglas fiscales

Las reglas fiscales son herramientas normativas, constitucionales o legales, que imponen restricciones numéricas y duraderas a variables presupuestarias clave, como el déficit fiscal, la deuda pública o el gasto gubernamental, y que tienen como principal objetivo garantizar la sostenibilidad de las finanzas públicas y fomentar la disciplina presupuestaria. Al respecto, se detallan los principales beneficios de la adopción y el cumplimiento de las reglas fiscales:

- i. **Ancla fiscal y fortalecimiento de la credibilidad institucional.** Las reglas fiscales proporcionan certidumbre sobre la trayectoria de las finanzas públicas, reforzando el compromiso con la disciplina fiscal. La consistencia en su aplicación fortalece la credibilidad institucional, reduce las dudas sobre la sostenibilidad fiscal y genera un entorno más estable para la inversión privada y el crecimiento de largo plazo.
- ii. **Reducción del riesgo país y mejora del acceso a financiamiento.** El cumplimiento de una regla fiscal disminuye la percepción de riesgo por parte de los inversionistas internacionales, reduciendo la prima de riesgo país y abaratando el acceso al financiamiento para el sector público y privado. Este mayor grado de confianza se traduce en condiciones financieras más favorables y mayor disponibilidad de crédito para actividades productivas.
- iii. **Estabilidad cambiaria y resiliencia externa.** El cumplimiento de las reglas fiscales refuerza los fundamentos macroeconómicos y fortalece la confianza de los inversionistas internacionales, contribuyendo a la estabilidad del tipo de cambio y reduciendo la probabilidad de salidas de capitales. Esta estabilidad cambiaria, a su vez, contribuye a moderar la inflación, protegiendo el poder adquisitivo interno y la competitividad externa.
- iv. **Equilibrio macroeconómico y fortalecimiento de la política monetaria.** La disciplina fiscal derivada de las reglas contribuye a mantener el equilibrio macroeconómico y refuerza la efectividad de la política monetaria. Al evitar excesos fiscales que presionen la demanda agregada, las reglas fiscales reducen las presiones inflacionarias y permiten que el banco central centre sus esfuerzos en la estabilidad de precios.

Regla fiscal en Paraguay: la Ley de Responsabilidad Fiscal (LRF)

La Ley de Responsabilidad Fiscal (LRF), promulgada en 2013, se ha consolidado como un pilar institucional fundamental para la estabilidad macroeconómica de Paraguay. Esta normativa establece límites claros al manejo de las finanzas públicas mediante las siguientes disposiciones:

- i. El déficit fiscal anual de la Administración Central no puede superar el 1,5% del PIB;
- ii. El gasto corriente primario no debe crecer por encima del 4% real por año;



- iii. Los incrementos salariales solo pueden incorporarse cuando exista un aumento en el salario mínimo y, como máximo, en la misma proporción; y
- iv. En años de elecciones generales y municipales, el gasto corriente primario de la Administración Central (excluyendo al Poder Judicial), entre los meses de enero y julio, no podrá ser mayor que el 60% de lo presupuestado para el año.

Estas reglas no solo refuerzan la sostenibilidad de la deuda pública y atenúan las presiones sobre la política monetaria, sino que también han fortalecido la confianza de inversionistas y organismos internacionales. Este marco institucional ha contribuido, potencialmente, a la reducción de las primas de riesgo y a la obtención de mejores condiciones de financiamiento para el país.

La LRF contempla la figura de la “cláusula de escape”, una excepción común a este tipo de normativas. Esta disposición permite al gobierno desviarse temporalmente de las metas fiscales establecidas (como el límite al déficit) ante la ocurrencia de shocks extraordinarios y transitorios que impacten fuertemente la economía, como emergencias nacionales o crisis internacionales graves. Sin embargo, su activación requiere la aprobación del Congreso Nacional.

Desde 2019, la economía se ha enfrentado a diversos choques adversos. Para mitigar sus efectos, especialmente durante la pandemia de COVID-19, la política fiscal implementó medidas contracíclicas, que incluyeron el aumento de la inversión pública y de las transferencias a los hogares, además de la suspensión temporal de pagos impositivos. La implementación de estas acciones hizo necesaria la activación de la cláusula de escape.

Como resultado, el déficit fiscal se elevó al 6,1% del PIB en 2020 y se estableció un plan de convergencia para retomar gradualmente el cumplimiento de la regla. Posteriormente, en 2023, el reconocimiento de deudas acumuladas durante la pandemia en salud y obras públicas elevó el déficit de 2,3% a 4,1% del PIB. Esta situación motivó la presentación de un nuevo plan de consolidación fiscal, que estableció metas de déficit de 2,6% del PIB en 2024 (ya cumplida) y del 1,9% del PIB para 2025, con el objetivo de retornar al límite del déficit del 1,5% del PIB de la LRF en 2026.

Convergencia fiscal en Paraguay, organismos multilaterales y calificadoras de riesgo

Existe un consenso entre las agencias calificadoras y los organismos multilaterales de que la consolidación fiscal es un pilar esencial para preservar la estabilidad macroeconómica de Paraguay y, a través de ella, seguir mejorando su calificación crediticia.

Al respecto, la evaluación de las principales entidades anteriormente mencionadas subraya la condicionalidad fiscal para el panorama crediticio del país, y que se resalta en las siguientes citas:

- i. Moody's advirtió en junio de 2025 que cualquier deterioro de la posición fiscal implicaría un riesgo a la baja en la calificación crediticia, lo que podría llevar a la pérdida del estatus de grado de inversión.
- ii. S&P, por su parte, anticipó en enero de 2025 que la estrategia fiscal conservadora permitirá reducir gradualmente el déficit de la Administración Central, pasando del 2,6% del PIB en 2024



al límite legal del 1,5% en 2026-2027. La agencia resaltó la prudencia fiscal como ancla de estabilidad macroeconómica.

- iii. En julio de 2025, en el marco de la quinta revisión del Instrumento de Coordinación de Políticas (PCI, por sus siglas en inglés), el Fondo Monetario Internacional (FMI) resaltó el compromiso de las autoridades con la consolidación fiscal para alcanzar el objetivo del déficit al 1,5% del PIB en 2026.

En conjunto, estas evaluaciones externas refuerzan la importancia crítica de mantener el compromiso con el plan de consolidación fiscal. Su cumplimiento estricto no solo es la condición para preservar el grado de inversión actual (obtenido en 2024), sino también la base para futuras mejoras en la calificación soberana de Paraguay.

Consideraciones finales

La combinación de un régimen de metas de inflación con una regla fiscal creíble se ha consolidado como el ancla fundamental de la estabilidad macroeconómica en Paraguay. Específicamente, la LRF ha sido clave para establecer un marco predecible, fortalecer la disciplina fiscal y, críticamente, respaldar la efectividad de la política monetaria.

Si bien la LRF sabiamente permite una flexibilidad temporal (cláusula de escape) ante choques de gran magnitud, esta debe concebirse exclusivamente como una medida excepcional y debe ir siempre supeditado a un plan de convergencia creíble que garantice el retorno al cumplimiento de la regla fiscal.

En este sentido, mantener la senda de convergencia fiscal y asegurar el retorno pleno a la regla del déficit es un imperativo para:

- i. Preservar la confianza de los agentes económicos
- ii. Sostener el grado de inversión alcanzado
- iii. Evitar un desanclaje de las expectativas de inflación; y
- iv. Consolidar la estabilidad macroeconómica del país.

Cualquier aplazamiento en el cumplimiento de la LRF, si no está justificado por circunstancias de fuerza mayor, podría comprometer seriamente estos logros institucionales del país.

Referencias Bibliográficas

Banco de la República de Colombia (2025). Minuta de la reunión de política monetaria de julio 2025.

Blanchard, O. J. (2004). Fiscal dominance and inflation targeting: Lessons from Brazil. NBER Working Paper N° 10389.

Carvalho, C. (2016). Coordinación macroeconómica: clave para una política monetaria efectiva. Paraguay: Más allá de la estabilidad macroeconómica. Asunción.

Combes, J. L., Debrun, X., Minea, A., & Tapsoba, R. (2018). Inflation targeting, fiscal rules and the policy mix: cross-effects and interactions. *The Economic Journal*, 128(615), 2755-2784.



Fondo Monetario Internacional (2025). Informe de país N° 25/161 sobre Paraguay.

Ley de Responsabilidad Fiscal, 5098/2013 [PY], 19 de mayo de 2013 (Paraguay).

Ministerio de Economía y Finanzas (2024). Informe de Finanzas Públicas 2024.

Moody's Investors Service. (2025, 30 de junio). Credit Opinion: Government of Paraguay – Baa3 stable. Moody's Corporation.

S&P Global Ratings. (2025, 8 de enero). Paraguay outlook revised to positive on potential improvement in growth and fiscal trajectory; 'BB+/B' ratings affirmed. S&P Global.

Sargent T. y Wallace N. (1981). "Some unpleasant monetarist arithmetic." Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review, 5:1-17.