



Universidad de Navarra

# *Occasional Paper*

---

OP nº 03/7

Noviembre, 2002

EL PACTO DE ESTABILIDAD Y CRECIMIENTO:  
UNA INTRODUCCION

Antonio Argandoña \*

---

*Publicación de la Cátedra Economía y Ética*

\* Profesor de Economía, IESE

La finalidad de los IESE Occasional Papers es presentar temas de interés general a un amplio público. A diferencia de los Documentos de Investigación, no pretenden ofrecer aportaciones originales a los conocimientos empresariales.

IESE Business School - Universidad de Navarra

Avda. Pearson, 21 - 08034 Barcelona. Tel.: (+34) 93 253 42 00 Fax: (+34) 93 253 43 43

Camino del Cerro del Águila, 3 (Ctra. de Castilla, km 5,180) - 28023 Madrid. Tel.: (+34) 91 357 08 09 Fax: (+34) 91 357 29 13

Copyright© 2002, IESE Business School. Prohibida la reproducción sin permiso

## **EL PACTO DE ESTABILIDAD Y CRECIMIENTO: UNA INTRODUCCION**

### **Resumen**

El documento pretende ordenar el debate sobre la conveniencia de flexibilizar o no el Pacto de estabilidad y crecimiento vigente en la Unión Económica y Monetaria europea. Para ello se distinguen cuatro niveles de discusión. El primero, sobre el volumen y composición del gasto público permanente. El segundo, sobre la financiación de dicho gasto y, consiguientemente, sobre el nivel deseable del déficit público. El tercero, sobre la financiación de ese déficit y sobre las relaciones de la política fiscal con la política monetaria del Banco Central Europeo. Y, finalmente, sobre la variabilidad permisible en el nivel de déficit, que se relaciona con el uso coyuntural de la política fiscal.

**Palabras clave:** Pacto de estabilidad y crecimiento, política fiscal, déficit público, coyuntura económica, gasto público.

## **EL PACTO DE ESTABILIDAD Y CRECIMIENTO: UNA INTRODUCCION**

Dice un antiguo refrán escolástico que «donde no hay distinción, hay confusión». Muchos de los debates recientes sobre el Pacto de estabilidad y crecimiento muestran esa confusión, debido a que no se diferencian suficientemente los temas objeto de discusión y análisis.

Este artículo pretende introducir un poco de orden en el debate, distinguiendo, al menos, los siguientes niveles:

- 1) El volumen y composición del gasto público permanente.
- 2) Su financiación y, por tanto, el nivel de déficit permanente deseable.
- 3) La financiación de ese déficit, que relaciona la política fiscal con la monetaria.
- 4) La variabilidad permisible en el nivel de déficit, que se relaciona con el uso coyuntural de la política fiscal.

### **El volumen y la composición del gasto público permanente**

En una situación ideal, los ciudadanos de un país deberían votar (de una sola vez o periódicamente) sobre el nivel y la composición del gasto público permanente deseado, en función de variables como el reparto de funciones entre el sector público y el sector privado, los servicios que se espera que preste el Gobierno, los caracteres de su población (demografía, nivel de vida), la dotación de infraestructuras existente (y la deseada), la distribución del gasto entre los diversos niveles de gobierno (central, autonómico y local), etc.

En la práctica, las cosas no son tan fáciles, precisamente porque las circunstancias son cambiantes. Existe, pues, una historia con la que hay que contar (por ejemplo, una determinada dotación de infraestructuras, y no otra; el predominio de un modelo de escuela pública o privada, y un determinado modelo de prestación de servicios sanitarios), un cambio futuro previsible de esas circunstancias (el envejecimiento de la población, por ejemplo), la oferta de los distintos grupos políticos (porque el nivel y composición del gasto es sensible a la ideología de los partidos en liza), el efecto demostración de otros países, etc. Por ello, el nivel y la estructura del gasto público irán cambiando a lo largo del tiempo.

---

Publicado en el Libro Marrón 2002 del Círculo de Empresarios «El pacto de estabilidad y crecimiento: alternativas e implicaciones», noviembre de 2002.

Con todo, ése debería ser el punto de partida del análisis, teniendo en cuenta que la ampliación del papel del sector público tiene efectos importantes sobre la eficiencia del sistema y sobre sus equilibrios económicos y sociales. En efecto, se supone que un mayor volumen de inversiones públicas aumenta la eficiencia económica (si son inversiones eficientes, por supuesto); que las transferencias a familias y empresas inciden sobre los incentivos al trabajo, al ahorro, a la inversión, a la actividad emprendedora y a la asunción de riesgos, etc.

A la vista de todo ello, la mejor recomendación que los economistas podemos hacer hoy es que el sector público se centre en lo que sólo él puede hacer mejor que el sector privado. A partir de ese punto, cualquier decisión sobre nuevo gasto permanente debe analizarse para determinar sus efectos directos e indirectos, de modo que, si son negativos, procede recomendar su no aprobación –o, en su caso, que la aprobación de un nuevo gasto deba ir acompañada de la reducción de otro.

### **La financiación del gasto y el nivel de déficit público deseable**

Supongamos que un país ha determinado el nivel y la composición deseables de ese gasto público, que llamaremos permanente. La siguiente cuestión que se plantea es la de la financiación de ese gasto. ¿Ingresos ordinarios o deuda?

Es lógico pensar que el gasto permanente debe ser financiado con ingresos ordinarios permanentes, es decir, con impuestos (más otras partidas también permanentes, como los ingresos resultantes de su patrimonio, las tasas por servicios públicos, etc.). La siguiente cuestión sería la determinación del tipo de impuestos –por ejemplo, sobre la renta, sobre el valor añadido, sobre los beneficios de las empresas, sobre la nómina, etc.– y su peso relativo, teniendo en cuenta los efectos que cada uno de ellos tendrá sobre variables importantes, como la eficiencia de la economía, los cambios en la distribución de la renta y la riqueza, los incentivos a ahorrar, invertir y emprender, etc.

De nuevo, el problema real es más difícil que lo que el ejercicio teórico sugiere, porque existe una historia que influirá, sin duda, en la situación de partida. Hay que tomar, como datos, pues, los impuestos ya existentes y la distribución del poder político, para, a partir de ellos, intentar aproximarse a una estructura más deseable, en la medida en que sea posible –y las recientes rebajas de impuestos en muchos países parecen ser, precisamente, pasos en esa dirección.

Pero existe otra manera de ver el problema: en una economía que crece, la condición de equilibrio financiero intertemporal exige que el nivel de deuda mantenga una proporción no creciente –no explosiva– respecto del producto interior bruto. Y esto exigiría que el país tuviese un nivel de superávit o déficit permanente no nulo, de modo que una parte de la financiación del gasto actual se llevase a cabo mediante impuestos futuros, siempre que la proporción esperada deuda/PIB no crezca de manera indefinida. Esto es admisible, desde el punto de vista de los mercados financieros, para el equilibrio dinámico de esa economía a lo largo del tiempo.

Pero también nos obliga a distinguir entre dos tipos de gastos: los gastos no financieros (consumo público, inversión y transferencias corrientes y de capital) y los financieros (intereses de la deuda pública). Porque, en cuanto un país incurre en déficit y empieza a acumular deuda, el pago de los intereses de ésta pasa a formar parte de sus

gastos corrientes. Y el mantenimiento de un nivel de deuda estable (respecto del PIB) resulta ser función del déficit o superávit primario (sin intereses), de la cuantía de los intereses (que, a su vez, depende de la tasa de interés real, incluidas las primas de riesgo relevantes, y del volumen de deuda existente) y del crecimiento real de la economía. Y esto admite una pluralidad de equilibrios posibles.

Una manera práctica de resolver el problema es empezar discutiendo el nivel de deuda deseable. En principio, parece lógico que ese nivel sea reducido: no, probablemente, tan alto como el de Italia o Japón (por encima del ciento por ciento del PIB), ni al 72% del promedio de países de la Unión Económica y Monetaria, y probablemente también inferior al 57% de España. Y la razón principal es que un país con un nivel de deuda alto deberá tener un saldo primario (sin intereses) positivo, simplemente para evitar que su deuda evolucione de forma explosiva, es decir, no sostenible a largo plazo. O sea, los impuestos deberán ser superiores a los gastos no financieros, lo que supone una carga real para el país. Además, porque pequeñas oscilaciones en el nivel de deuda o de los tipos reales de interés pueden cambiar la cuantía del déficit, dejando, de paso, muy poco margen para el manejo coyuntural de la política fiscal. Y, finalmente, porque el envejecimiento de la población hace pensar que el capítulo de pensiones públicas pondrá una fuerte presión sobre los saldos presupuestarios dentro de unos pocos años.

Si este argumento es correcto, parece lógico que los países europeos deban seguir haciendo un esfuerzo por reducir su nivel de deuda, lo que exige déficit totales muy reducidos durante al menos bastantes años. Podríamos, pues, sentar un principio (provisional): es deseable que el déficit público sea, a largo plazo, cero, de modo que la proporción deuda/PIB se vaya reduciendo hasta niveles más cómodos, digamos del 30% del PIB (y presento estas cifras como indicativas, sin pretender que sean, de hecho, las óptimas para los países de la Unión Europea). A partir de ese punto, sería admisible que un país tuviese un nivel positivo de déficit permanente, siempre que su proporción deuda/PIB no fuese creciente. Que esto se traduzca o no en un déficit primario dependerá del tipo de interés real (si es alto, el país necesitará tener un superávit primario) y de la tasa de crecimiento de la economía a largo plazo (si es elevada, el país podrá tener un déficit primario reducido, también a largo plazo).

Pero aquí debemos considerar de nuevo el problema de la composición del déficit. En efecto, si éste viniese provocado por gastos permanentes de consumo, no parece deseable incurrir en él, porque la rentabilidad social de ese gasto, en términos de eficiencia económica, no lo justificaría (salvo durante períodos transitorios, como una guerra, terremoto, inundación, etc.). Y, sin embargo, si el exceso de gasto se dedicase a inversión, cabría pensar que su rentabilidad justificaría su financiación con deuda, como hacen también las familias y las empresas.

Si, por ejemplo, una inversión en infraestructuras tiene un rendimiento social del 16% anual, y el Gobierno recoge el 25% de ese rendimiento mediante impuestos, estaría justificado incurrir en deuda para financiarlo, siempre que el nivel de deuda no creciese de manera no sostenible (condición financiera) y que el tipo de interés de la deuda no fuese superior al 4% (25% del 16%) (condición de eficiencia real). Incidentalmente, estas cifras indican que un país con una carga impositiva más alta puede llevar a cabo proyectos de inversión cuya rentabilidad social sea más reducida, lo que muestra, simplemente, el menor nivel de eficiencia de una economía con un sector público elevado.

En resumen, parece deseable el objetivo del déficit cero a largo plazo para economías como la española y, en general, las de la UE, con niveles de deuda/PIB altos, al

menos hasta que ese nivel de deuda se haya reducido considerablemente, dejando, entre tanto, más margen para llevar a cabo una política fiscal más agresiva, si hiciese falta. Más adelante se podría discutir la deseabilidad de niveles de déficit no nulos, que no hagan insostenible el nivel de deuda (condición financiera), siempre que el exceso de gasto se dedique a inversiones que cumplan la condición de eficiencia real señalada.

### **La financiación del déficit**

Acerca de los criterios para financiar el déficit público, el acuerdo entre los economistas es bastante general: no se debe recurrir a la emisión de dinero, porque resta libertad a la política monetaria para dedicarse a sus objetivos prioritarios –sea la inflación, como en el caso del Banco Central Europeo, sea una combinación de inflación y crecimiento, en el caso de la Reserva Federal norteamericana.

Los argumentos referentes a la financiación del déficit abonan también la tesis de que tanto éste como el volumen de deuda en relación al PIB deben ser bajos: primero, porque la demanda de crédito que supone la financiación de la deuda pública eleva los tipos de interés, en detrimento de los niveles de inversión y consumo privados; segundo, porque un nivel de deuda alto provoca la expectativa de tasas futuras de inflación mayores, lo que también eleva los tipos de interés, y, finalmente, porque en una economía abierta con tipos de cambio flexibles –como es la de la Unión Europea–, la elevación de tipos de interés atraerá capitales exteriores, que apreciarán la moneda nacional, en detrimento de las exportaciones y en beneficio de las importaciones.

La financiación de los déficit permanentes vía deuda es, pues, desaconsejable, porque encarece el crédito y deprime la demanda agregada. Y la financiación vía dinero, como ya señalamos, genera inflación a largo plazo –y, a corto plazo, expectativas de inflación mayor, que también se incorporan a los tipos de interés. Todo apunta, pues, a la deseabilidad de déficit públicos cero o, al menos, muy reducidos, en el largo plazo.

En el caso de la Unión Económica y Monetaria europea, hay razones adicionales para que los Estados miembro tengan niveles de deuda y de déficit reducidos, precisamente por la existencia de una política monetaria común, que unifica los mercados financieros y, en consecuencia, los tipos de interés en toda la zona del euro, salvo por unas pequeñas diferencias, debidas a las distintas primas de riesgo de los países, gobiernos o entes emisores. En efecto, si un Estado miembro tiene un déficit más elevado y emite más deuda, la elevación de los tipos de interés que él provoca repercute en todos los mercados de la eurozona, de modo que todos están sufriendo las consecuencias de aquella expansión fiscal. Es un caso típico de “viajero sin billete”: la conducta de un agente es óptima para él, porque carga parte de sus consecuencias en otros agentes, que querrán defenderse del “gorrón” (*free rider*).

Esto es lo que dio origen al Pacto de estabilidad y crecimiento, y lo que explica la insistencia en la política de déficit cero como norma general para todos los Estados miembro de la Unión Económica y Monetaria europea. Y dejando de lado las circunstancias históricas de su aparición, parece una exigencia lógica, vistos los efectos de un déficit público, tanto en una economía cerrada como en un conjunto de países con una moneda común, una misma política monetaria y, en consecuencia, un espacio financiero también común.

Hay otra razón para que los gobiernos de la Unión Económica y Monetaria europea tengan déficit reducidos: la interferencia potencial de la política fiscal con la política

monetaria del Banco Central Europeo. Este, en teoría, persigue un objetivo en términos de inflación y sigue atentamente la evolución de una variable que él controla –al menos en teoría–, que es la cantidad de dinero (M3). Pero, en la práctica, es difícil que lleve a cabo su política sin fijarse en los tipos de interés. En tal caso, un déficit público más elevado elevará los tipos de interés, y es probable que el Banco Central se vea movido a reaccionar, sea reduciendo los tipos de interés a corto plazo –para compensar la elevación que ha provocado el déficit–, sea elevándolos –para frenar la inflación esperada que se incorpora a los mayores tipos de interés. En todo caso, la política monetaria se verá perturbada y puede perder credibilidad, lo que, una vez más, repercutirá en tipos de interés más altos y en mayor volatilidad en los mercados financieros y cambiarios.

En resumen, los criterios ortodoxos sobre la financiación de los déficit públicos permanentes aconsejan, una vez más, que éstos sean nulos, en el largo plazo, o, al menos, muy reducidos, y que se financien mediante la emisión de deuda en condiciones de mercado, sin interferir con la política monetaria y, por supuesto, sin financiación a cargo del Banco Central Europeo –o de los bancos centrales nacionales–, ni financiación privilegiada –fuera de mercado– de las instituciones financieras de la eurozona.

### **El déficit en el corto plazo**

Todo lo anterior, aun pareciendo complicado, es la parte sencilla del argumento a favor del déficit cero –otra cosa es que lo entiendan los ciudadanos, y de que los gobiernos estén dispuestos a practicarlo. Pero las cosas se complican en el corto plazo, sobre todo cuando un país, o un conjunto de países de una zona monetaria común, sufre una recesión –o una pérdida considerable de ritmo productivo–, como viene ocurriendo en el año 2002.

Muchas partidas de los ingresos y gastos de los gobiernos tienen carácter más o menos automático; tal es el caso, por ejemplo, de los tipos impositivos de los diferentes gravámenes, de los procedimientos para el cálculo de sus bases impositivas, de la dotación de funcionarios, de la política de conservación de las infraestructuras o de los criterios para el cobro de las pensiones. Pero automático no quiere decir constante: es lógico que, en caso de recesión, se reduzcan los ingresos de los impuestos sobre el valor añadido, sobre la renta o sobre los beneficios de las empresas, y aumenten algunos gastos, como los del seguro de desempleo, y que lo contrario ocurra en un auge.

Esto explica que, aun persiguiendo un objetivo de déficit cero en promedio a largo plazo, el saldo anual oscile entre un déficit en épocas de recesión y un superávit en las expansiones –con un cierto desfase temporal, debido al retraso en los ingresos y en los gastos. Pero esto no debería ser un problema, porque responde al normal funcionamiento de la política fiscal. Es más, es deseable que sea así, porque muestra que están actuando los “estabilizadores automáticos” –esas partidas de los ingresos o los gastos que reducen los ingresos y aumentan los gastos en las recesiones, y que actúan en sentido contrario en las expansiones, contribuyendo a dar estabilidad a la economía.

De hecho, el Pacto de estabilidad y crecimiento prevé que el déficit cero se alcance sólo en promedio a lo largo del tiempo, y que puedan producirse déficit y superávit transitorios, según las etapas del ciclo económico. Pero el pacto introduce, además, algunas restricciones a la cuantía de esos saldos: un límite máximo del 3% del PIB en el caso de déficit coyunturales, con la amenaza de amonestaciones y aun de sanciones económicas, más la obligación de dar cuenta de las medidas que se tomarán para corregirlos. Y, sobre todo, el

pacto es asimétrico, en cuanto que prevé medidas para evitar o corregir los déficit, pero no exige la presencia de superávit, de modo que se alcance el déficit cero, en promedio, a lo largo de los años –digamos, a lo largo de un ciclo económico completo.

Si la economía funcionase de acuerdo con lo que los estabilizadores automáticos proponen, no habría necesidad de límites a la cuantía del déficit, porque ésta vendría dada por la misma evolución de la economía. Pero en los resultados de un año concreto –al menos en la fase actual de funcionamiento del Pacto de estabilidad y crecimiento, a los pocos años de su introducción– se superponen los efectos de varias acciones:

- 1) La existencia de déficit a largo plazo no nulos, porque los gobiernos no hayan tomado todas las medidas necesarias para la consecución de la estabilidad fiscal.
- 2) Las desviaciones cíclicas respecto del déficit cero, motivadas por la coyuntura a corto plazo.
- 3) Las acciones a corto plazo que suponen déficit o superávit transitorios, y que deberán corregirse en un futuro próximo; por ejemplo, por una caída de los ingresos debida a una rebaja de impuestos, que se corregirá cuando sus efectos sobre las bases impositivas se hayan desplegado por completo.
- 4) Las medidas fiscales activas adoptadas a corto plazo con el intento de sacar a la economía de una recesión: rebajas de impuestos, planes especiales de gasto, etc.

Veamos cada una de esas posibilidades y el tratamiento adecuado en cada caso:

1) Un país puede tener un déficit coyuntural elevado simplemente porque no esté partiendo de una situación de déficit cero, a largo plazo. En tal caso, su déficit puede llegar a ser excesivo, no por el funcionamiento de los estabilizadores automáticos, sino por falta de disciplina fiscal. Esto provoca agravios comparativos, porque su déficit repercute en los demás países de la UEM –por las vías de los mayores tipos de interés y de la interferencia con la política monetaria, ya señaladas. Tal parece ser, en los años 2001 y 2002, el caso de Alemania, Francia, Italia o Portugal, frente al de otros, como España, que se aplicaron a tiempo a esa disciplina.

Incidentalmente, nótese que el agravio no es el que entienden los políticos o los medios de comunicación, que piensan que esos países pueden llevar a cabo gastos adicionales y deseables, por ejemplo en infraestructuras o en gastos sociales, cosa que no pueden hacer los gobiernos que cumplen cuidadosamente las reglas del Pacto de estabilidad y crecimiento –porque ese exceso de gasto es, probablemente, ineficiente para el país, aunque no para sus políticos. El agravio consiste en el aumento de los tipos de interés, que grava injustamente a los países que cumplieron con las condiciones de estabilidad fiscal, y en la interferencia con la política monetaria, tal como se comentó antes.

¿Se debe obligar a ese tipo de países a cerrar su déficit en plena recesión? La respuesta, obviamente, debe ser negativa, precisamente porque lo que se les quiere imponer, mediante reducciones de gastos o aumentos de impuestos, agravará su recesión. Pero es lógico que los demás países pidan una compensación –entre otras razones, para evitar futuras conductas oportunistas por parte de los mismos o de otros países.



2) Un déficit motivado sólo por la recesión no debe alarmar, aunque su cuantía supere el 3% del PIB en uno o varios años, precisamente porque ése es el grado de flexibilidad que se pide a la política fiscal. Y hay medios técnicos –imperfectos y discutibles, por supuesto– para determinar si un déficit se debe o no a esa causa.

3) La elaboración de los presupuestos no es una ciencia exacta, sobre todo cuando se toma como referencia una medida de tiempo arbitraria como es el año. Es lógico, pues, que las cuentas públicas presenten oscilaciones alrededor del déficit cero, de año en año, porque, por ejemplo, un plan extraordinario de obras públicas se extienda durante un período plurianual, o porque una rebaja de impuestos dejará sentir sus efectos en un período superior a los pocos meses. Y no tiene sentido imponer a los gobiernos la obligación de equilibrar su presupuesto de año en año.

Pero, al mismo tiempo, es lógico también que las autoridades de la Comisión Europea y de los demás socios de la Unión Económica y Monetaria exijan que se cumpla la regla del déficit cero en promedio a lo largo de un ciclo económico. Por ello, es lógico que se impongan restricciones a esos déficit transitorios, desde su cuantía (por debajo del 1% del PIB, por ejemplo), hasta su duración (volviendo al equilibrio en, digamos, dos años) y el cumplimiento de la regla a largo plazo (de modo que los déficit vayan acompañados de superávit, y que el déficit cero se consiga en promedios de un ciclo, digamos, de cinco a siete años).

4) El uso agresivo de la política fiscal sigue siendo objeto de discusión por los economistas, que parecen inclinarse a pensar que la gestión de los ingresos y gastos públicos para impulsar a un país fuera de una recesión moderada, más allá del funcionamiento de los estabilizadores automáticos, no es deseable. Hay varias razones para ello: la secuencia temporal de una expansión fiscal suele ser lenta (elaborar un plan de obras públicas o aprobar una rebaja del impuesto sobre la renta lleva bastante tiempo); sus efectos no siempre se reparten de forma regular sobre los distintos sectores y regiones; las consecuencias económicas se notarán también con retraso, y es posible que resulten aparentes cuando la economía haya iniciado ya el camino de la expansión; el mayor nivel de deuda repercutirá en unos tipos de interés más altos cuando llegue la recuperación, etc. Pero, sobre todo, parece que el impacto de una expansión fiscal voluntarista se diluye en mayores tipos de interés, de modo que su efecto final, aun a corto plazo, es reducido, y sus costes potenciales, elevados.

Pero no estamos ante una verdad incontrovertida. Y también parece razonable que los expertos y los gobiernos deseen practicar una política fiscal expansiva cuando el país se encuentre en una fase larga y profunda de recesión, como ocurrió en Japón a lo largo de la década de los noventa. Asimismo, es posible que, ante perturbaciones del lado de la oferta (aumentos de precio del petróleo, por ejemplo, o de los costes laborales), sea recomendable la adopción de una política de oferta consistente, por ejemplo, en una rebaja de impuestos, con objeto no de relanzar la demanda, sino de moderar los costes y facilitar la recuperación sobre bases más sólidas.

En tales casos, es lógico que el gobierno de un país de la UEM decida poner en práctica unas medidas fiscales que provoquen un déficit quizá superior al 3% del PIB. Y es lógico que los demás se resistan y que le quieran imponer condiciones, por las razones ya mencionadas. Pero este caso ya está considerado, de algún modo, en el Pacto de estabilidad y crecimiento, para déficit originados en recesiones graves.

## Conclusiones

Hemos intentado poner un poco de orden en la discusión sobre la conveniencia de mantener a rajatabla o de flexibilizar la aplicación del Pacto de estabilidad y crecimiento vigente en la Unión Económica y Monetaria europea. Las conclusiones a las que llegamos no pueden ser definitivas, pero me parece que, al menos algunas de ellas, podrían ser ampliamente aceptadas:

- 1) Los países de la zona del euro deben respetar la regla del déficit cero, como norma a largo plazo. Esa regla debería estar en vigor al menos hasta que el nivel de deuda respecto del PIB se redujese a niveles bajos, digamos del 30%. Luego se podría discutir la oportunidad de un pequeño déficit ordinario, siempre que fuese para inversión, se cumpliesen las condiciones de eficiencia económica y no diese lugar a un crecimiento tendencial de esa proporción deuda/PIB –lo que, para una economía como la española, con un tipo de interés real a largo plazo próximo al 3% y una tasa de crecimiento potencial también del 3%, supondría un déficit primario nulo, y un déficit corriente real igual a los intereses de la deuda, en términos reales, lo que resultaría en algo menos del 1% del PIB.
- 2) No se debería exigir el cumplimiento de ese déficit cada año, pero sí en promedio plurianual, de modo que también debería ser exigible que la cuantía de los déficit fuese limitada cada año, y fuesen seguidos de superávit en los años siguientes.
- 3) Se debe continuar con la prohibición de financiar los déficit públicos con crédito del Banco Central Europeo o de los bancos centrales nacionales (monetización del déficit), así como con instrumentos privilegiados (coeficientes obligatorios, por ejemplo). Esto es algo que nadie discute.
- 4) Los países que han llegado a la recesión actual sin haber ajustado sus cuentas públicas no deben ser obligados a cerrar sus déficit en plena recesión. Pero, dada la falta de voluntad política que han mostrado para eliminar sus déficit cuando las circunstancias económicas eran favorables, habría que establecer algún procedimiento de sanción –probablemente, no las sanciones económicas previstas en el Pacto de estabilidad y crecimiento, sino otras políticamente no menos exigentes, pero no agravadoras de la recesión, como la limitación en el derecho a nombrar Comisarios en la Comisión Europea o representantes en el Comité Ejecutivo del Banco Central Europeo. (Por cierto, no parece que la expectativa de un déficit público más abultado haya influido en los tipos de interés a largo plazo, lo que no obsta para que pueda influir cuando llegue la recuperación económica.)
- 5) Se debe permitir que el funcionamiento de los estabilizadores automáticos genere un déficit coyuntural, incluso superior al 3% del PIB. El funcionamiento flexible de la política monetaria es necesario, dada la pérdida –para los gobiernos nacionales– del instrumento de la política monetaria.
- 6) Si un país considera que debe practicar políticas fiscales expansivas, aunque originen déficit elevados, se le debe permitir llevarlas a cabo, cuando se den recesiones importantes –o causas transitorias, como desastres naturales, guerras, etc. Con otras palabras, los países deben tener derecho a tomar medidas de emergencia si se produce un agravamiento de la recesión.

- 7) La preservación de la confianza en el Pacto de estabilidad y crecimiento es clave para el buen funcionamiento futuro de la Unión Económica y Monetaria europea. Por ello, se deben proveer mecanismos de revisión periódica de las cuentas y de los planes fiscales de los Estados miembro, sobre un horizonte plurianual, con las sanciones adecuadas en caso de incumplimiento. Conviene orientar el Pacto de estabilidad y crecimiento hacia una visión a más largo plazo, al tiempo que se evitan los incentivos erróneos que su diseño actual presenta.