



Universidad de Navarra

Occasional Paper

OP nº 04/2

Diciembre, 2003

DEL PACTO DE ESTABILIDAD AL CRECIMIENTO

Antonio Argandoña*

* Profesor de Economía, IESE

La finalidad de los IESE Occasional Papers es presentar temas de interés general a un amplio público.

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© 2003, IESE Business School. Prohibida la reproducción sin permiso.

DEL PACTO DE ESTABILIDAD AL CRECIMIENTO

Resumen

La reciente decisión del Ecofin de suspender la aplicación de las condiciones del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC) a Francia y Alemania pone de manifiesto las limitaciones de dicho pacto. En este artículo se discuten tres problemas relacionados con su puesta en práctica. Primero, la transición desde déficit públicos elevados al déficit cero, al comienzo del PEC, que pone de manifiesto que se trata de una política dinámicamente inconsistente. Segundo, la contribución del PEC al crecimiento económico de la zona euro, contribución que se limita a los años de puesta en práctica de la moneda única. Y tercero, la conveniencia de disponer de un PEC más flexible a corto plazo, y más exigente a largo plazo, para salir de una recesión.

Palabras clave: Pacto de Estabilidad y Crecimiento, inconsistencia, política fiscal, déficit público, deuda pública.

DEL PACTO DE ESTABILIDAD AL CRECIMIENTO

Los problemas del Pacto de Estabilidad y Crecimiento

Sobre el papel, el Pacto de Estabilidad y Crecimiento (en adelante, PEC) es una buena idea, y debería seguir en vigor, quizá con algunos ajustes. En primer lugar, hay muchas razones para que un país mantenga un nivel de deuda pública bajo (probablemente inferior al 60% señalado en el Tratado de Maastricht) y estable (en relación con el PIB), pues permite disfrutar de tipos de interés, expectativas de inflación y primas de riesgo más bajos, moneda menos apreciada y mercados financieros y cambiarios más estables, al tiempo que “mantiene seca la pólvora”, por si algún día hace falta –es decir, deja en manos de los gobiernos nacionales la posibilidad de utilizar agresivamente los instrumentos de la política fiscal, si en alguna ocasión es necesario incurrir en déficit cuantiosos o prolongados, debido a perturbaciones profundas y/o duraderas; o para cuando el envejecimiento de la población obligue a aumentar el gasto público en pensiones (o, en el caso de España, para cuando desaparezcan los ingresos por los fondos estructurales).

En segundo lugar, hay también muchas razones para que un país se esfuerce por mantener un déficit público medio igual a cero a lo largo del ciclo, o incluso un superávit, hasta que consiga aquel nivel de deuda pública bajo y sostenible. Más adelante, podría admitirse un déficit moderado a lo largo del ciclo, siempre que el nivel de deuda pública se mantuviese reducido y estable –esto no figura en el PEC, pero es una extensión lógica a la que no quiero dedicar aquí más atención.

En tercer lugar, parece razonable también que, en caso de recesión, un país pueda incurrir en un déficit público mayor, debido al funcionamiento de los estabilizadores automáticos (la menor recaudación y el mayor gasto social que se producen cuando la actividad económica flojea), lo que implica que en los años de auge debe tener un superávit. Otra cosa es que el límite del 3% del PIB, que el PEC establece como el máximo déficit público admisible en caso de una recesión no muy profunda, sea razonable o no –y tampoco quiero discutir ahora este tema.

Y, finalmente, cuando un conjunto de países forma un área monetaria única, es lógico que se exijan unos a otros el cumplimiento de unas condiciones estrictas sobre la cuantía de sus déficit y de sus niveles de deuda. Porque, con una política monetaria común y mercados financieros integrados, los tipos de interés tenderán a igualarse, de modo que el país que incurre en mayores niveles de déficit y deuda está actuando como un “viajero sin billete” (*free rider*),

Nota: Para el Libro Marrón del Círculo de Empresarios, «España-Europa: alternativas para salir de la recesión», diciembre de 2003.

que carga sobre los demás al menos una parte importante de los mayores tipos de interés que su indisciplina fiscal provoca, así como las mayores dificultades que esos tipos de interés mayores pueden representar para la puesta en práctica de la política monetaria común.

Por tanto, si no existiese el PEC –u otro acuerdo parecido–, sería bueno inventarlo. Pero ahora que lo tenemos, descubrimos sus limitaciones y problemas. Aquí me voy a fijar en tres: 1) el problema de la transición, desde el momento en que un país se adhiere al PEC hasta el momento en que lo cumple; 2) el de cómo conseguir el crecimiento de la economía, cuando el país debe cumplir los requisitos de estabilidad impuestos por el PEC, y 3) el de cómo salir de una recesión cuando el PEC está vigente. Acabará con algunas consideraciones sobre el futuro del PEC.

La transición hacia el déficit cero

En 2002 y 2003, Portugal primero, y Francia y Alemania después, han tenido problemas para cumplir las reglas establecidas en el PEC. Las causas de ese incumplimiento son, en definitiva, tres: 1) sus déficit estructurales eran elevados –y en esto su situación no era muy distinta de la de la economía española hasta mediados de los años noventa; 2) en los años de auge del último ciclo (1999-2000) esos países no supieron, no pudieron o no quisieron aplicar las políticas necesarias para eliminar esos déficit –y aquí radica una de sus diferencias principales con España, y 3) a partir de 2001, esos países entraron en una fase de crecimiento muy reducido, o incluso de recesión –y en esto también ha sido diferente el comportamiento de la economía española, cuya tasa de crecimiento ha sido superior.

Cuando el crecimiento es bajo, la transición hacia el déficit cero es particularmente difícil: primero, porque la recaudación tributaria es menor; segundo, porque el gasto público (transferencias sociales) es mayor, y tercero, porque el Gobierno puede tratar de poner en práctica políticas fiscales expansivas (reducción de impuestos y/o aumento del gasto) para superar la recesión. Esto es, en definitiva, lo que ocurrió en los países mencionados –y en Italia, que no llegó a presentar un déficit superior al 3% del PIB.

Esta es, en definitiva, la explicación de la decisión del Ecofin sobre la no aplicación del procedimiento de sanción a Francia y Alemania por incumplimiento del PEC, el pasado mes de noviembre. Desde el punto de vista de esos países, tratar de aplicar con rigor el PEC en estos momentos equivaldría a obligarles a practicar una política fiscal procíclica, reduciendo el gasto público o aumentando los impuestos durante una recesión, lo que es, a todas luces, una política equivocada.

Pero el punto de vista de los demás socios de la Unión Económica y Monetaria europea (UEM) puede ser distinto. En primer lugar, las dificultades de Portugal, Francia y Alemania se deben, al menos en parte, a que “no hicieron los deberes” –no se esforzaron por cerrar el déficit público en los años de expansión del último ciclo. Y, en segundo lugar, esos países pueden estar actuando como “viajeros sin billete”, cargando sobre sus socios de la UEM los mayores tipos de interés y las dificultades para la gestión de la política monetaria del Banco Central Europeo (BCE). Claro que ese efecto debe ser muy pequeño, a corto plazo, dadas las circunstancias (fuerte apreciación del euro, reducidas expectativas de inflación, demanda de crédito moderada y tipos de interés a largo plazo bajos). Y que a los socios europeos tampoco les interesa agravar la recesión de los dos socios más importantes de la eurozona.

Todo lo anterior pone de manifiesto un serio problema del PEC: su inconsistencia temporal. Una política es temporalmente inconsistente cuando una decisión considerada óptima en un momento determinado deja de serlo en un momento posterior, bajo circunstancias que eran previsibles en la situación original. Hace años leí un ejemplo muy ilustrativo de lo que es una política inconsistente. En Estados Unidos, es frecuente que los estudiantes se paguen los estudios en la universidad, si sus padres no lo hacen. En esas condiciones, se reúnen papá y mamá y deciden que, si su hijo se esfuerza en su último año de enseñanza secundaria, ellos le pagarán la universidad. Es una política óptima, porque garantiza que el hijo se esforzará por estudiar, se hará un hombre de provecho y, además, gozará de una formación universitaria.

Pero pasa el año y el resultado académico del hijo es desastroso. ¿Qué harán los padres? Si no le pagan la universidad, además de vago será ignorante y estará poco preparado para la vida. Por ello, lo más adecuado ahora, a pesar de lo que decidieron en su día, es pagarle los estudios superiores –y quizá sea ésta la causa del bajo rendimiento del hijo, que conocía la probabilidad de ese desenlace. A no ser que los padres quieran ganarse una reputación de “duros” y apliquen a rajatabla la decisión original para, al menos, convencer a los demás hijos de que sus amenazas se cumplirán siempre.

El PEC es dinámicamente inconsistente. Quizás Alemania y Francia no esperaban, en los años de auge, que vendría una recesión y que esto les impediría cumplir el límite al déficit público. Pero sabían que esa posibilidad existía. Y si no actuaron en consecuencia es porque tenían una razonable esperanza de que, llegado el momento, el Ecofin se pondría de su lado.

El problema de una política inconsistente es que no es creíble. O es parcialmente creíble –sí para Portugal, no para Francia y Alemania, o sí en condiciones normales, pero no ante una recesión–, lo que quiere decir que, en definitiva, no es creíble. Y si el PEC no es creíble, sus ventajas se diluyen: los tipos de interés serán más altos (en el largo plazo), y el compromiso de la política monetaria con la lucha contra la inflación será también más difícil, a no ser que las acciones del BCE sean más rigurosas en épocas de bajo crecimiento –lo cual puede crear, a su vez, problemas de incompatibilidad entre la política monetaria y la fiscal.

El crecimiento en un entorno de estabilidad

¿Cuál es la contribución del PEC al crecimiento económico en la zona euro? La respuesta convencional es que un entorno (creíble) de inflación baja y estable, con un nivel moderado de deuda pública y un déficit público que oscila cíclicamente alrededor de cero, reúne las condiciones adecuadas para un crecimiento elevado del producto y del empleo, al menos por cuatro razones: 1) el nivel de ahorro privado puede ser más alto y, en consecuencia, financiar mayores niveles de inversión sin incurrir en déficit por cuenta corriente (aunque esto preocupa muy poco a los Estados miembros de la eurozona y a la UEM en su conjunto); 2) los tipos de interés a largo plazo serán menores; 3) en consecuencia, la moneda estará menos apreciada, y 4) si se reduce el peso del sector público, la eficiencia económica puede ser mayor.

Todo esto es verdad: la estabilidad económica actúa por el lado de la oferta, creando las condiciones para que los costes y, sobre todo, el nivel de riesgo y los tipos de interés sean más bajos. Si la inestabilidad macroeconómica frena el crecimiento –lo que parece probado–, la vuelta a la estabilidad contribuye positivamente a un mayor crecimiento del producto.

Y esto lo pudimos comprobar a lo largo de los años ochenta y noventa, cuando todos los países avanzados –también el nuestro– moderaron sus déficit públicos y sus tasas de inflación, consiguiendo recuperar un crecimiento mayor y, sobre todo, más sostenido, porque no estaba sujeto a los ciclos de auge-recalentamiento-política contractiva-recesión.

Pero se trata de un efecto transitorio: una vez alcanzada la estabilidad (las menores tasas de inflación y tipos de interés), el producto deja de crecer por esta causa y pasa a depender sólo de los factores que explican la evolución de una economía en el largo plazo: su dotación de factores, su inversión en capital físico, humano, tecnológico y social, sus instituciones, etc. Y aquí puede seguir habiendo un papel para la mayor eficiencia que el PEC hace posible, pero ese papel es, probablemente, muy reducido.

En resumen, el PEC no es un instrumento de crecimiento y no sustituye a una política dirigida a crear las condiciones para que ese crecimiento sea posible. Pero, en todo caso, tampoco se puede afirmar que el PEC sea contrario al crecimiento, sino que la evidencia empírica apoya claramente la tesis de que no existe incompatibilidad entre estabilidad macroeconómica (representada, por ejemplo, por las condiciones del Tratado de Maastricht) y crecimiento económico –desde luego, no en el largo plazo, que es el que aquí nos interesa.

Lo que sí puede ocurrir es que el mismo éxito de la política de estabilidad la ponga en peligro. Un país que tuvo tasas de inflación, tipos de interés y déficit públicos altos en un entorno inestable, experimenta un *shock* positivo cuando su prima de riesgo y sus tipos de interés se reducen –y España, en la segunda mitad de los años noventa, es un buen ejemplo de ese *shock*. El problema es que algún día se acabará la ventaja inherente a la estabilidad, y en ese día surgirá la duda sobre si la estabilidad es compatible con el crecimiento. ¿No es preferible una política monetaria ligeramente expansiva o un poco más de déficit público? Los costes de esa política –un poco más de inflación y un poco más de déficit– parecen minúsculos ante las ventajas de un uso más agresivo de las políticas coyunturales.

Para ese momento hace falta la disciplina del PEC, que enfrente las aparentes ventajas y reducidos costes a corto plazo con las más patentes desventajas y elevados costes de esa política a largo plazo. Un país no puede pasar a una trayectoria de crecimiento más elevada simplemente practicando políticas monetarias o fiscales expansivas, porque las expansiones monetarias acabarán creando inflación y desequilibrios de balanza de pagos, que obligarán, tarde o temprano, a cambiar el signo de la política (aparte de que crean ineficiencias importantes a lo largo del tiempo), y las expansiones fiscales, para ser efectivas, tienen que ser crecientes (el déficit ha de ser cada vez mayor, si se quiere que anime la demanda agregada), lo cual acabará siendo incompatible con la sostenibilidad de la deuda y con los demás equilibrios macroeconómicos.

Cómo salir de una recesión

Lo que hemos explicado en los párrafos anteriores nos ayuda a entender mejor cuál es el mecanismo de salida de una recesión en la UEM. Ante una caída sensible de la actividad económica, lo que contempla el PEC es: 1) la reducción de los tipos de interés por parte del BCE, cuando los indicadores de inflación muestren que ésta se puede colocar por debajo del objetivo señalado en un plazo razonable, y 2) la entrada en funcionamiento de los estabilizadores fiscales automáticos, es decir, la reducción de la recaudación impositiva y el aumento de los gastos sociales (principalmente de los beneficios del seguro de desempleo).

Pero ambos instrumentos pueden ser insuficientes ante una recesión profunda causada por una perturbación importante. ¿Pueden hacer algo más las autoridades de la UEM? En teoría, disponen de un surtido suficiente de instrumentos. En la práctica, su uso parece estar muy limitado.

El BCE dice atender a la evolución tendencial de la inflación. Pero la evidencia de los últimos años muestra que reacciona a movimientos transitorios de los precios, como los debidos a subidas de impuestos indirectos, crisis alimenticias o aumentos temporales de precios de la energía. Probablemente lo ha hecho para evitar que esos cambios de precios de una sola vez se conviertan en cambios duraderos en la tasa de inflación, o para ganarse una reputación sólida en su gestión de la política monetaria. En todo caso, por lo menos hasta ahora, el BCE no parece dispuesto a practicar una política decididamente expansiva para sacar a la UEM de una recesión profunda.

Hay, sin duda, muchas razones que apoyan la tesis del BCE. Pero nos queda, al menos, una duda: si el rendimiento del capital cae fuertemente –como debió ocurrir en la recesión reciente, debido al exceso de inversión–, ¿es suficiente mantener el tipo de interés a corto plazo al nivel que asegura que la inflación se mantendrá en el 2% anual, y confiar en que la supresión del déficit público reducirá suficientemente los tipos de interés a largo plazo, hasta conseguir que se recupere la demanda agregada en un plazo razonable? Me temo que la respuesta es negativa, al menos en ausencia de una política de crecimiento a largo plazo, capaz de volver a aumentar la rentabilidad del capital.

También los gobiernos nacionales pueden usar de manera más agresiva la política fiscal discrecional, mediante aumentos de gasto o reducciones de impuestos, dentro de los límites señalados con carácter excepcional en el PEC. En todo caso, esa acción debe ser aprobada por la Comisión Europea y por el Ecofin. Y como se ha puesto de manifiesto en las decisiones sobre las sanciones a Francia y Alemania en noviembre de 2003, la actitud de la Comisión no parece favorable a ese uso agresivo de la política fiscal –quizá porque no está demostrado que esa política sea eficaz, al menos cuando las condiciones de oferta no auguran una recuperación brillante de la producción cuando la demanda agregada se recupere.

Lo cual confirma la tesis de que el PEC es un pacto dirigido a la estabilidad, definida en términos de dos variables, inflación y déficit público. Como tal, es un pacto asimétrico, más preparado para combatir los excesos en los precios y en los saldos públicos que las recesiones económicas. Y esto debería ser corregido, en el futuro, porque sigue existiendo la posibilidad de perturbaciones importantes, en la demanda o en la oferta, que causen, a la vez, recesión e inflación. Sin ir más lejos, el entorno económico en que se escribe este artículo –fuerte apreciación del euro, reducido ritmo de actividad e inflación moderada– invita a reconsiderar la combinación de políticas más adecuada.

Porque, además, al PEC le ocurre lo que a las bicicletas: que si no corren, se caen. Un país como Francia o Alemania, que parte de un déficit estructural elevado, va a tener problemas para cumplir el límite de déficit público sobre el PIB cuando éste deje de crecer, obligando a acentuar el carácter restrictivo de la política fiscal –y el ejemplo de Portugal en 2003 puede servir de ilustración en este caso.

Qué podemos hacer con el Pacto de Estabilidad y Crecimiento

El Ecofin desperdició en noviembre una oportunidad para crear una sólida reputación en el PEC –pero, dada su condición de órgano político, lo más probable es que

nunca haya tenido esa oportunidad. Trasladar la decisión a la Comisión Europea no cambiaría radicalmente la naturaleza del problema. Convertir la aplicación del PEC en un mecanismo automático podría ser un remedio peor que la enfermedad. ¿Debemos conformarnos con un PEC inconsistente? No sería la solución ideal, pero, en condiciones normales, sería probablemente mejor que la ausencia de toda regla sobre los déficit públicos. ¿Un PEC sin sanciones –que es lo que lo hace dinámicamente inconsistente? Entonces debería completarse con mecanismos de supervisión, de diseño difícil e implementación aún más complicada.

Otra solución sería suprimir el PEC y dejar que los mercados castiguen a los Estados con déficit público elevado. Pero los mercados no parecen muy decididos a exigir tipos de interés notablemente mayores a Alemania y Francia, quizá porque esperan que el mecanismo del PEC acabe moderando sus déficit. O porque sospechan que, en caso de dificultades serias de un socio de la UEM para pagar su deuda pública, los demás, empezando por el BCE, vendrá en su ayuda –aunque esto vaya contra todos los tratados de la UE. Que es otra forma de decir que, tal como está diseñado ahora, el PEC es inconsistente.

Al final, necesitaremos alguna forma de PEC, que siempre será imperfecta. Y me parece que habría que diseñarlo sobre tres bases:

1) La clave debería ser la sostenibilidad de la deuda, incluyendo en ella, al menos como orientación, todos los compromisos futuros de gasto del Gobierno, como los compromisos de su sistema de pensiones públicas y del seguro de enfermedad. Es decir, debería orientarse a la proporción deuda pública/PIB, con rigor: en el PEC, la disciplina a largo plazo lo es todo (otra cosa es cómo se define el largo plazo, que es siempre una sucesión de cortos plazos).

2) Debería tratar de conseguir el equilibrio de esa proporción a lo largo de períodos plurianuales –entre otras razones porque los mercados no se pasan el día estudiando la sostenibilidad de la deuda en países como los que forman la UEM–, dejando un margen para el ajuste del déficit en el ciclo. Tal como está montado el PEC, los Estados de la eurozona necesitan ahora más flexibilidad fiscal a corto plazo, no menos.

3) Y quizá debería incluir una regla de adaptación transitoria, hasta que todos cumplan las condiciones básicas exigidas, de tal manera que la negativa de sancionar a Alemania y Francia no se convierta en el certificado de defunción del PEC. □