

Reequilibrios de las cuentas corrientes en la eurozona

La acumulación de una serie de desequilibrios en el seno de la UEM ha acabado desembocando en una crisis de deuda soberana y obligando a replantear los cimientos de la Unión. Las tensiones han reavivado la idea de que la UEM no encaja en lo que el laureado Robert Mundell definió como una «área monetaria óptima» debido, fundamentalmente, a excesivas rigideces nominales en un contexto de escasa movilidad laboral entre países y al limitado poder fiscal de la eurozona en su conjunto. Tales limitaciones contribuyeron, en su día, a la formación de los desequilibrios y, ahora, complican su reconducción en un contexto caracterizado por la diferente situación económica de unos –el centro– y de otros –la periferia–.

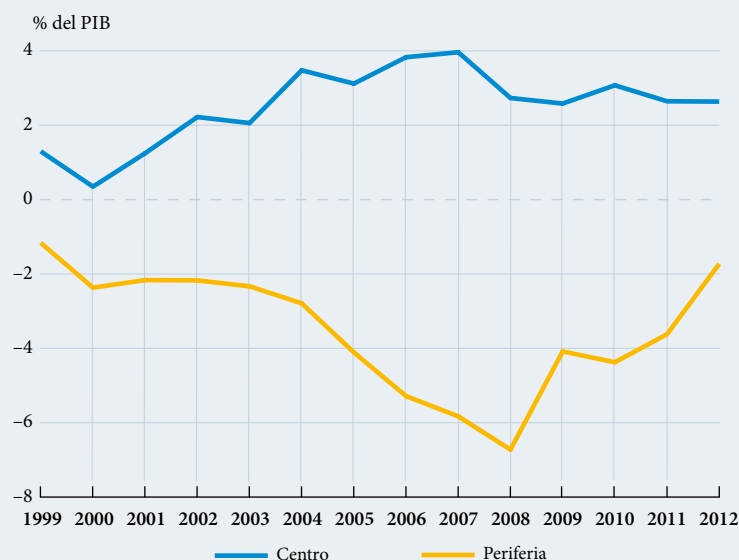
Haciendo bueno el dicho «no hay mal que por bien no venga», la primera gran crisis a la que se enfrenta la eurozona ha desencadenado un ambicioso proceso de reformas estructurales, tanto a nivel de país como a nivel de la UEM, que pretenden enmendar dichas carencias. Al mismo tiempo, la periferia ha iniciado una senda de corrección de los desequilibrios –fiscales, externos y de deuda privada– que sigue avanzando, sin prisa pero sin pausa, aupada por ese proceso de reformas. En el ámbito externo, el ajuste de los respectivos déficits por cuenta corriente ha sido, sin duda, extraordinario.

Según datos del FMI, y tal y como ilustra el gráfico siguiente, los países periféricos⁽¹⁾ han pasado de tener un déficit agregado por cuenta corriente en torno al 7% del PIB en 2008 a un modesto registro deficitario del 1,7% del PIB

(1) La distinción entre países periféricos y centrales no obedece a criterios geográficos sino que responde a la magnitud de los desequilibrios generados en el periodo 2000-2008. Véase el gráfico para una lista exacta.

REEQUILIBRIO SUSTANCIAL DE LOS SALDOS POR CUENTA CORRIENTE

Saldo por cuenta corriente



NOTA: **Centro:** Austria, Finlandia, Francia, Alemania, Luxemburgo, Países Bajos y Bélgica. **Periferia:** Chipre, Estonia, Grecia, Irlanda, Italia, Malta, Portugal, Eslovaquia, Eslovenia y España.

FUENTES: FMI (WEO Outlook, octubre 2012) y elaboración propia.

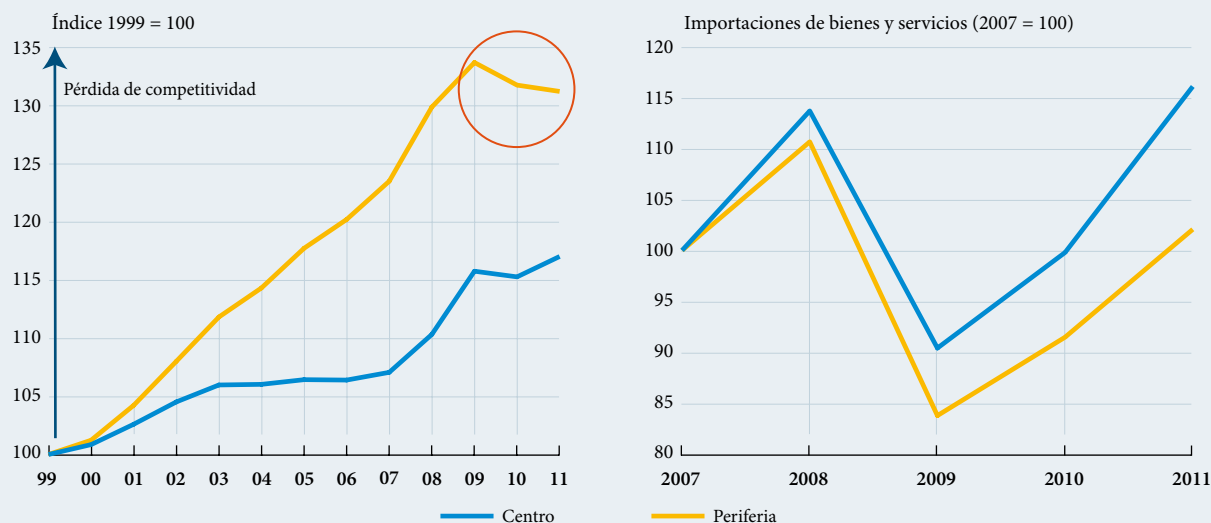
previsto para 2012. En contrapartida, y aunque con una reducción menos acusada, los países centrales han pasado de un superávit cercano al 4% del PIB en 2007 a un 2,6% del PIB en 2012. *Grosso modo*, la UEM habría corregido ya cerca del 80% de sus desequilibrios por cuenta corriente (en relación con lo que el FMI considera como su nivel de equilibrio).⁽²⁾

¿Qué ha impulsado este reequilibrio? Además del efecto del ciclo económico, ha habido tres factores fundamentales: mejoras en la competitividad en precios en la periferia, una mayor diversificación geográfica y/o sectorial de su exportación, y una moderación de cariz estructural de su demanda interna. En función de la relevancia real de dichas hipótesis, contaremos con más o menos garantías de que la corrección sea estructural y no simplemente cíclica. Vayamos, pues, por partes.

La pérdida de competitividad en precios de las economías periféricas en relación con sus socios del centro entre 2000 y 2007 se erigió como un determinante clave de los desequilibrios intraunión. Del mismo modo, las ganancias cosechadas desde que estalló la crisis (véase gráfico siguiente) han apoyado el actual proceso de reequilibrio intraunión. Sin duda, tanto la exportación como la corrección de la importación en la periferia se han beneficiado de la reducción de sus costes laborales unitarios (CLU), en relación con los de sus socios europeos, impulsada, en gran medida, por las reformas estructurales, en especial, en el ámbito laboral. Sin embargo, no todos los países de la periferia han registrado una mejora en ese ámbito –Italia, por ejemplo, ha seguido perdiendo competitividad respecto a sus socios.

(2) Estimación realizada a partir de los resultados de Lane, Philip R. y Gian Maria Milesi-Ferretti (2012) (véase referencia en la nota de pie 3), y de las previsiones a medio plazo del FMI (WEO, octubre 2012).

CORRECCIÓN EN LA PERIFERIA: MÁS COMPETITIVIDAD, MENOS IMPORTACIONES



FUENTES: BCE, WTO y elaboración propia.

El esfuerzo, especialmente en la periferia, por diversificar su exportación más allá de sus mercados y sectores habituales también ha contribuido al reequilibrio de las balanzas corrientes de los países del euro, pero, como en el caso de la competitividad, tampoco de forma generalizada. Algunas economías, entre las que destaca España, han aprovechado la crisis como un acicate para explotar el potencial que ofrecen economías como China, India o Brasil, aumentando la penetración de sus exportaciones en dichos mercados. En cambio, otras –entre las que se cuenta Italia– no han impulsado sus vínculos comerciales con los grandes emergentes y han visto caer su penetración en esos mercados. Por su parte, y aún siendo un avance positivo en sí mismo, algunos países del centro europeo, como Alemania, también han sabido sacar provecho a la situación para mejorar su intercambio comercial con los grandes emergentes, lo cual ha mitigado el reequilibrio de los saldos corrientes en el seno de la UEM y, por lo tanto, el peso de la diversificación como factor de impulso de dicha corrección.

Y si bien la recuperación de la competitividad en precios y el esfuerzo por diversificar de los países deficitarios han ayudado al reequilibrio de las balanzas externas de los países del euro, no han sido los únicos determinantes –ni los más importantes–. El mérito principal se atribuye a la moderación de la demanda interna en la periferia. Un estudio reciente de Lane y Milesi-Ferretti corrobora que el avance más contenido de la demanda interna de los países periféricos –más acusado cuanto mayor fue el déficit corriente antes de la crisis– ha sido el elemento clave en la corrección de sus déficits por cuenta corriente. A modo ilustrativo, y según el mismo estudio, la moderación de la demanda interna de España explica en torno al 60% de la corrección de su déficit por cuenta corriente desde el inicio de la crisis hasta la fecha.⁽³⁾ Este efecto ha sido importante, aunque podría haberlo sido más si las economías del centro hubieran compensado en mayor medida la menor demanda de la periferia con políticas de demanda expansivas.

(3) Cálculo realizado a partir de los estimadores de Lane, Philip R. y Gian Maria Milesi-Ferretti, «External adjustment and the global crisis», *Journal of International Economics*, Vol. 88, Issue 2, Noviembre de 2012, pp. 252-265.

La importancia de la moderación de la demanda interna periférica como elemento corrector de los desequilibrios por cuenta corriente en la eurozona suscita dudas acerca de la sostenibilidad de dicha corrección en cuanto se recupere el ciclo económico. Ante ello, cabe apelar a los significativos cambios estructurales, tanto a nivel de país como a nivel de la eurozona, que pretenden sentar las bases para encauzar una senda de crecimiento más equilibrada. En ese sentido, el hecho de que las significativas ganancias de competitividad de los países periféricos sean fruto, en buena parte, de las reformas estructurales avala su persistencia. Asimismo, los avances hacia una mayor y mejor coordinación de las políticas macroeconómicas a nivel de la UEM también apoyarán la continuidad del proceso de corrección de desequilibrios y un crecimiento más equilibrado a medio plazo (véase recuadro «No preguntes qué puede hacer Europa por ti. Pregunta lo que tú puedes hacer por Europa»).

En definitiva, la gradual recuperación de la competitividad-precio de los países periféricos y, en especial, el comedido de su demanda interna –parte cíclico, parte estructural– han impulsado la corrección de los desequilibrios por cuenta corriente en la eurozona. Sin embargo, queda camino por recorrer: competitividad por atesorar por parte de la periferia; un mayor respaldo al proceso de reequilibrio por parte de las economías centrales, vía fomento de su demanda interna; y avances ambiciosos hacia una unión económica y monetaria más sólida.

*Este recuadro ha sido elaborado por Clàudia Canals
Departamento de Economía Internacional, Área de Estudios y Análisis Económico, "la Caixa"*