

FOCUS · ¿Perdurará el superávit por cuenta corriente de la eurozona?

Después de la puesta en marcha del euro, el saldo por cuenta corriente de la eurozona se mantuvo equilibrado. Sin embargo, en 2011 inició una tendencia alcista que lo llevó a situarse en el 3% del PIB en 2015. En este Focus analizamos los principales elementos que están impulsando este cambio de tendencia, con el fin de determinar hasta qué punto son coyunturales.

La evolución del saldo corriente por países ofrece la primera pista de qué factores están empujando al alza el saldo corriente del conjunto de la eurozona. Así, se observa que los países de la periferia experimentaron importantes déficits antes de la crisis, que corrigieron de manera pronunciada entre 2008 y 2015 hasta alcanzar un superávit del 1,8%. Ello contrasta con lo ocurrido en los países del centro, los cuales, desde la puesta en marcha del euro, han mantenido un importante superávit corriente que se ha mantenido relativamente estable y que solo en el último año ha aumentado ligeramente. Por tanto, el cambio del saldo corriente de la eurozona se debe, sobre todo, a la corrección que ha tenido lugar en la periferia.

Los factores que explican esta corrección en los periféricos son múltiples. En primer lugar, la moderación de la demanda interna entre 2008 y 2012 contribuyó a la mejora del saldo por cuenta corriente, al reducir las importaciones. Parte de esta moderación fue temporal y, desde 2013, se está revirtiendo. Sin embargo, otra parte importante fue estructural, puesto que se espera que el crecimiento de la demanda interna sea inferior al experimentado antes de la crisis.¹ Este hecho ha supuesto una disminución de los desequilibrios por cuenta corriente.

Las mejoras de competitividad-precio de las exportaciones también han contribuido a impulsar el superávit de la cuenta corriente. El ascenso de la competitividad periférica se debe, en gran medida, a la reducción de los costes laborales unitarios frente a sus competidores.² Esta corrección es sobre todo estructural. Así, en parte es resultado de las reformas laborales que se han llevado a cabo y que han aumentado la flexibilidad de sus economías. Por otro lado, la depreciación del euro fue un factor cíclico que también favoreció la mejora de la competitividad-precio de las exportaciones dirigidas fuera de la eurozona. Aunque este es un factor común para los distintos países de la eurozona, es especialmente beneficioso para los de la periferia, pues sus exportaciones son más sensibles a las variaciones del tipo de cambio, al competir más en precio y menos en calidad.³

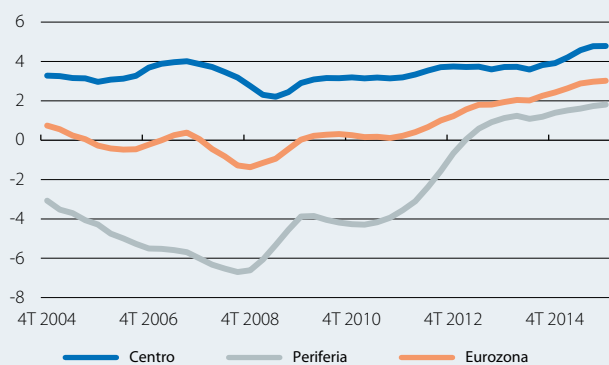
1. Comisión Europea, «European Economic Forecast, Spring 2015».
 2. Por ejemplo, en España los CLU fueron en 2015 un 3,8% inferiores a los de 2008, mientras que en Alemania fueron un 19,3% superiores.

Finalmente, el descenso del precio del petróleo también ha contribuido a mejorar la balanza por cuenta corriente energética de la eurozona (en 2015, supuso una mejora de la balanza comercial del 0,7% del PIB).⁴ En la medida en que una parte de la reducción del precio del crudo tiene carácter permanente, al estar ligada al aumento de la oferta como resultado de la explotación de depósitos petrolíferos no convencionales como el *shale oil*, la mejora de la balanza energética también se puede entender como tal. Otra parte es, sin embargo, temporal y la recuperación del precio del petróleo revertirá parte de la mejora del saldo corriente.

Los factores analizados indican, por tanto, que un parte importante de la mejora de la balanza por cuenta corriente responde a factores estructurales. Así lo corrobora un estudio llevado a cabo por la Comisión Europea, que precisamente sugiere que la mejora del superávit por cuenta corriente que tuvo lugar en el conjunto de la eurozona entre 2007 y 2015 (3,1 p. p. de PIB) se debe totalmente a factores estructurales.⁵ También concluye que en los países de la periferia la mejora estructural es especialmente intensa, un fenómeno digno de aplauso y cuya consolidación debe custodiarse, dado que estas economías acumulan una elevada deuda externa neta. En cambio, los países del centro, que en general presentan una tasa de crecimiento limitada, pueden impulsar reformas que mejoren el crecimiento de la demanda interna, aunque ello suponga una reducción de su superávit por cuenta corriente.

Saldo por cuenta corriente

Acumulado de cuatro trimestres (% del PIB)



Nota: Centro: Austria, Finlandia, Francia, Alemania, Luxemburgo, Países Bajos y Bélgica. Periferia: Estonia, Grecia, Irlanda, Italia, Letonia, Lituania, Malta, Portugal, Eslovaquia, Eslovenia y España. Eurozona: saldo corriente fuera de la eurozona.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat.

3. Entre marzo de 2014 y abril de 2015, el tipo de cambio nominal efectivo se depreció un 13%. La apreciación de un 5% que registró entre abril de 2015 y marzo de 2016 ha revertido parcialmente esta evolución, lo que denota la importancia de las ganancias de competitividad estructurales.
 4. FMI, «2015 External Sector Report - Individual Economy Assessments».
 5. Comisión Europea, «European Economic Forecast, Spring 2015».