

Economistas Frente a la Crisis

El pensamiento económico al
servicio de los ciudadanos

2. Ajuste simétrico entre países deudores y acreedores en la zona euro

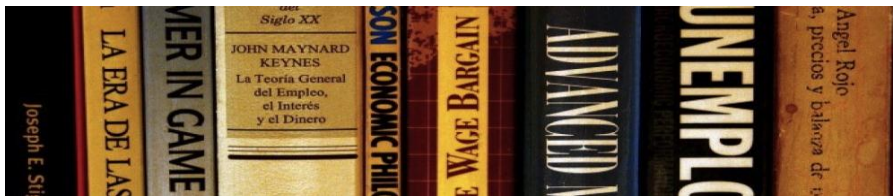
El estallido de la crisis económica y financiera global evidenció la insostenibilidad de los desequilibrios acumulados en el área euro desde su concepción, resultando en la paralización de los flujos de capital intra-europeos y con ello, en la necesidad de los Estados Miembros de ajustar su demanda interna al ahorro nacional. Los países con necesidades de financiación han sufrido la mayor parte del ajuste, reduciendo el tamaño de sectores previamente sobredimensionados, ajustando sus expectativas de crecimiento y sufriendo un aumento estructural de su desempleo. Como contraparte, en el corto plazo, este proceso de devaluación salarial interna puede suponer una mejora de su saldo exterior, gracias a una mayor competitividad de sus empresas, siempre que este ajuste se traslade a los precios, no siendo capitalizado en su totalidad a través de unos mayores márgenes empresariales, en especial en el sector de bienes no comercializables. Llegados a este punto, el proceso de ajuste de los desequilibrios exteriores debe evolucionar a lo largo de dos ejes principales: (i) futuros pasos hacia una senda exterior sostenible en los países deficitarios deben realizarse eliminando los obstáculos a la reasignación de recursos hacia los sectores de vocación exportadora, más productivos, sin que ello suponga un empobrecimiento de familias y empresas; (ii) las autoridades comunitarias deben apoyar un ajuste simétrico, compartido por los países acreedores o superavitarios, mediante políticas de fomento de su demanda interna, que incrementen su producto potencial a la vez que alivian las presiones alcistas sobre el euro y suavizan el ajuste de los países deudores.

La acumulación de desequilibrios macroeconómicos en los países de la zona euro fue, sin duda, uno de los aspectos más sobresalientes en la década previa al estallido de la crisis económica y financiera.

Un indicador inequívoco de dicha acumulación fue la divergencia creciente en la posición exterior de los distintos Estados Miembros; observándose una polarización entre países deficitarios y países con superávit en la cuenta corriente o saldo con el resto del mundo (ver gráfico 1). A su vez, estos flujos condujeron a la acumulación de elevados *stocks* de activos y pasivos frente al exterior. Cabe destacar la situación de países como Hungría, Grecia, Portugal o España, con niveles de endeudamiento exterior cercanos al 100% de su Producto Interior Bruto en 2008 (ver gráfico 2).

La interpretación inicial de estos desarrollos fue positiva, al considerarlos un resultado natural de los flujos de capital que fluían del núcleo hacia la periferia del área euro, facilitando la convergencia económica. Sin embargo, poco a poco fue quedando en evidencia que una parte sustancial de esos flujos, facilitados por una percepción inadecuada de los riesgos inherentes al sistema financiero europeo, estaba siendo canalizada de manera improductiva. Los elevados desequilibrios externos se convirtieron, por tanto, en un reflejo de dinámicas no sostenibles en los mercados de activos (en particular en el de la vivienda), en la concesión excesiva de crédito al sector privado o en la evolución creciente de los diferenciales de precios entre países.

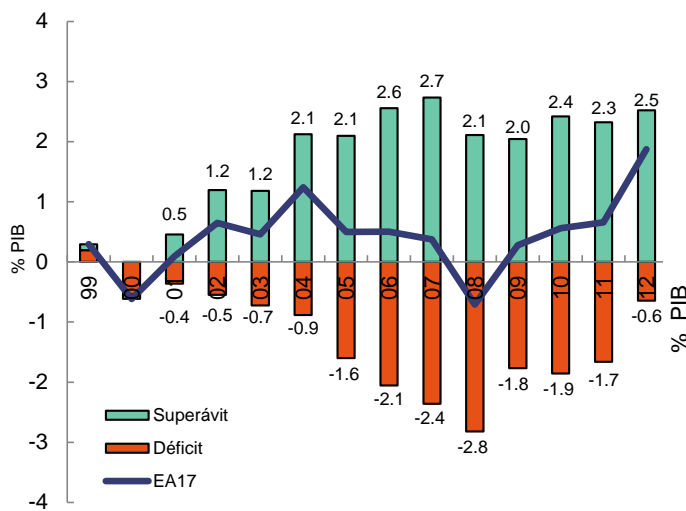
Como consecuencia del advenimiento de la crisis, las tasas de inversión y ahorro en los distintos Estados Miembros han tenido que ajustarse a la nueva realidad económica y los excesos previos se han revertido, corrigiendo en gran parte los desequilibrios externos, pero dejando graves secuelas.



Economistas Frente a la Crisis

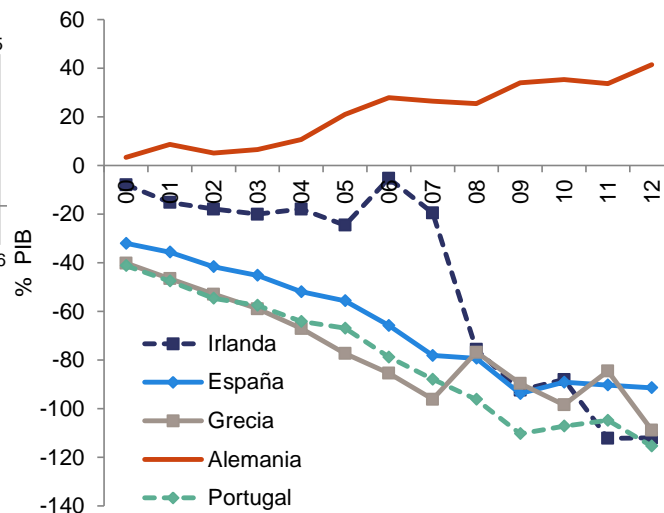
El pensamiento económico al servicio de los ciudadanos

Gráfico 1: Balanza por cuenta corriente, % del PIB



Fuente: Eurostat

Gráfico 2: Posición Neta de Inversión Internacional, % del PIB



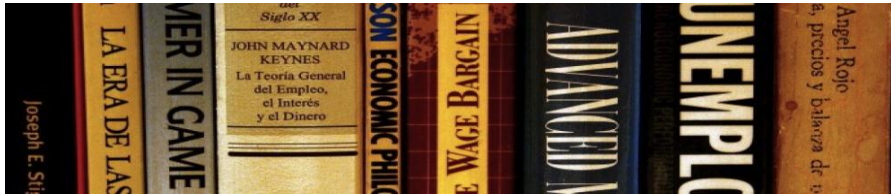
Fuente: Eurostat

El reequilibrio exterior ha sido hasta ahora un proceso asimétrico, con los países deficitarios cargando con la mayor parte del ajuste, como puede observarse en el gráfico 1. Este proceso es el resultado de una combinación de dos factores: por un lado, un frenazo en las importaciones debido a una fuerte contracción en la demanda interna y, por otro lado, una evolución favorable de las exportaciones gracias, esencialmente, a mejoras en su competitividad-precio.

La caída de la demanda interna puede considerarse, en gran parte, estructural. En efecto, el necesario reajuste de sectores previamente sobredimensionados ha supuesto una caída del producto potencial de los países deficitarios y un mayor empobrecimiento, acompañado de una masiva destrucción de empleos en numerosos casos. Los esfuerzos de moderación de costes laborales en los países deficitarios han supuesto una mejoría de los precios/costes relativos (ganancias de competitividad-precio) respecto a sus principales socios comerciales en la zona euro, compensando en numerosos casos la pérdida acumulada anterior a la crisis.

Estos procesos de devaluación salarial interna suponen, en teoría, un impulso a las exportaciones y, por lo tanto, al reequilibrio exterior. En la práctica, es necesario que la moderación salarial se traslade a los precios y no sea capitalizada por completo a través de ganancias en los márgenes empresariales. Para ello, es importante fomentar la competencia a nivel nacional en el mercado de productos, particularmente en los sectores de bienes no comercializables. Ello contribuiría a conseguir una mejoría estructural en la capacidad exportadora, incentivando la reasignación de recursos en favor de los sectores y empresas con esta vocación.

Llegados a este punto, los avances hacia una senda exterior sostenible que permita generar superávits por cuenta corriente de forma consistente y así reducir su grado de dependencia del exterior, deben realizarse sin que ello suponga un hundimiento de la renta laboral (y con ello del consumo, alargando la recuperación de la demanda interna). Innegablemente, esto implicará esfuerzos que garanticen la correcta reasignación de recursos hacia el sector de bienes comercializables, así como mejorías en la calidad y posicionamiento de sus



Economistas Frente a la Crisis

El pensamiento económico al servicio de los ciudadanos

productos, mejorando la integración en las cadenas de valor de las distintas ramas de producción a nivel europeo.

Los países con superávit exterior apenas han contribuido al reequilibrio de la zona euro, con países como Alemania u Holanda superando el 7% de superávit corriente en términos de PIB. Esta asimetría en el ajuste respecto a los países deficitarios ha supuesto un sesgo positivo en la posición exterior de la eurozona, que se había mantenido más o menos equilibrada desde los inicios de la moneda única. Las presiones apreciatorias sobre el euro que este saldo positivo supone, pueden tener un impacto negativo en la recuperación y el reequilibrio de los países deficitarios, cuyas exportaciones son tradicionalmente más sensibles a los precios.

Por otra parte, un ajuste más simétrico podría contribuir a reducir los costes de ajuste en la periferia, particularmente en el contexto actual de desinflación y en el cual las políticas de demanda están fuertemente restringidas (tipos de interés cercanos a cero y políticas de austeridad todavía en vigor). En efecto, una mayor demanda doméstica en países como Alemania sin duda genera efectos desbordamiento positivos en el resto de socios del área euro, reduciendo los costes sociales del ajuste vía devaluación salarial interna en la periferia y contribuyendo a la reducción del ratio deuda pública sobre PIB gracias a una mayor inflación.

Es importante tener en cuenta que una mayor demanda doméstica en la economía alemana no sólo sería beneficiosa para el resto del área euro, sino que también estaría indicada desde un punto de vista meramente interno. En efecto, el superávit corriente alemán está por encima de lo que indican sus fundamentos económicos y poblacionales. Ello se traduce en un exceso de ahorro por parte de todos los sectores en la economía, lo que implica trabas al crecimiento potencial alemán. Políticas que fomenten una mayor inversión, tanto pública como privada, suponen por lo tanto efectos positivos para Alemania y para el área euro en su conjunto.

Finalmente, cabe recordar la importancia de la aplicación simétrica de la supervisión económica en este ámbito por parte de las autoridades europeas. Procedimientos como el Macroeconomic Imbalance Procedure nacieron con una cierta asimetría en su diseño y se han utilizado hasta ahora con mucha mayor intensidad en los países deficitarios. En este sentido, el paso dado por la Comisión Europea en 2014 de ampliar su supervisión a países acreedores, considerando la excesiva acumulación de superávit por cuenta corriente como un desequilibrio potencialmente nocivo, es un paso en la dirección correcta.

Referencias útiles:

- European Commission (2012), "Current Account Surpluses in the EU," European Economy, 9/2012.
- European Commission (2013), "Labour costs pass-through, profits and rebalancing in vulnerable Member States", Quarterly Report on the euro area Volume 12 (2013), issue 3.
- European Commission (2014), "In-depth review for Germany," Commission Staff Working Document.
- iAGS (2013), "The independent Annual Growth Survey, Second Report," OFCE-IMK-ECLM.