

Este artículo ha sido elaborado por Ana Buisán, Juan Carlos Caballero y Esther Gordo, del Servicio de Estudios.

### Introducción

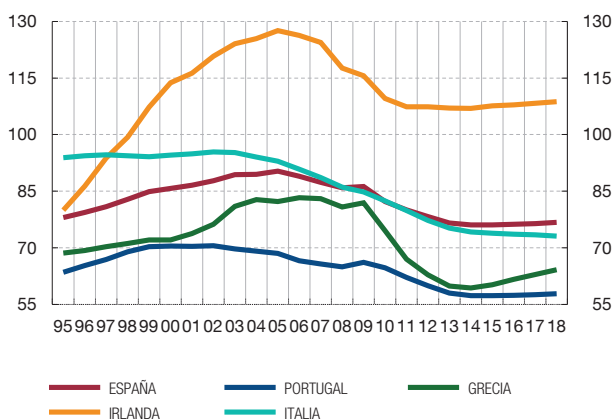
El área del euro se halla inmersa en un proceso de ajuste intenso de los graves desequilibrios económicos y financieros que algunas de sus economías acumularon en la primera década de la moneda única. El estallido de la crisis financiera global en 2007 sirvió de detonante a este proceso de ajuste, que desde entonces se desarrolla en un entorno macroeconómico muy adverso. El encarecimiento de la financiación y el parón de los flujos de entrada de capital en las economías más dependientes del ahorro exterior han obligado a que el gasto interno de cada país haya de acomodarse a su capacidad de generación de renta, que ha de hacer frente también a las cargas derivadas de los elevados niveles de endeudamiento alcanzados. Esto ha dado lugar a retrocesos intensos de la demanda interna que han propiciado un ajuste muy rápido del desequilibrio exterior, pero que también se están traduciendo en niveles históricamente elevados de desempleo.

Varios son los factores que explican la magnitud y la persistencia de los desequilibrios macroeconómicos acumulados tras la puesta en marcha de la UEM, que excedieron con mucho lo que cabía esperar del proceso de convergencia en el que — como se observa en el gráfico 1, que recoge la evolución del PIB per cápita en Grecia, Portugal, Irlanda, Italia y España en relación con Alemania— se hallaban inmersos muchos de los países que hoy en día se enfrentan a las mayores dificultades. La desaparición del riesgo cambiario y el aumento de la integración financiera trajeron consigo un incremento notable de los flujos financieros dentro del área. Pero una parte importante de esos flujos fue intermediada por sistemas bancarios que mantuvieron su carácter nacional y que asumieron exposiciones excesivas en algunos mercados, en un entorno global de infravaloración del riesgo. Además, los flujos de capital se dirigieron en buena medida a financiar actividades que, apoyadas en el estímulo de la demanda agregada, impulsaron el crecimiento durante algunos años, pero que, a la postre, apenas han tenido impacto sobre el potencial de producción de las economías receptoras. Los Gobiernos no fueron capaces de llevar a cabo ni las políticas ni las reformas económicas que demandaban estos desajustes y, con carácter más general, el nuevo entorno de pertenencia a una unión monetaria. Las autoridades europeas tampoco aprovecharon el período de auge que siguió a la creación de la UEM para completar el diseño de la unión monetaria, que había nacido con deficiencias institucionales bien conocidas, que, a la postre, dieron lugar a una crisis de confianza en la propia continuidad del proyecto de moneda única en la primera parte de 2012 y a la situación de grave fragmentación que todavía experimentan los mercados financieros del área.

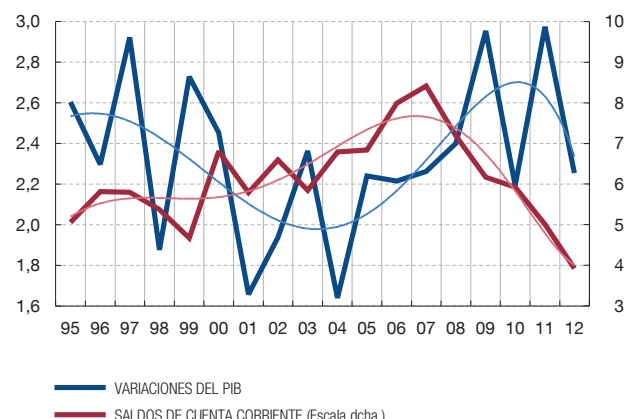
La corrección de los desequilibrios constituye un requisito indispensable para que las economías más vulnerables y el área del euro en su conjunto puedan retornar a una senda de crecimiento sostenida. Tras la fase inicial, en la que — como en la mayoría de los episodios de crisis de balanza de pagos— el ajuste se ha asentado principalmente en el retroceso de la demanda interna, es necesario que las economías avancen en el proceso de reajuste de la competitividad y de reasignación de recursos hacia actividades más productivas como base para el retorno a una situación que permita conjugar los equilibrios externo e interno, retomar el crecimiento y reducir los elevados niveles de desempleo.

El artículo analiza hasta qué punto se está produciendo un ajuste que pueda sentar las bases para una recuperación más equilibrada. Con este propósito, en el siguiente apartado

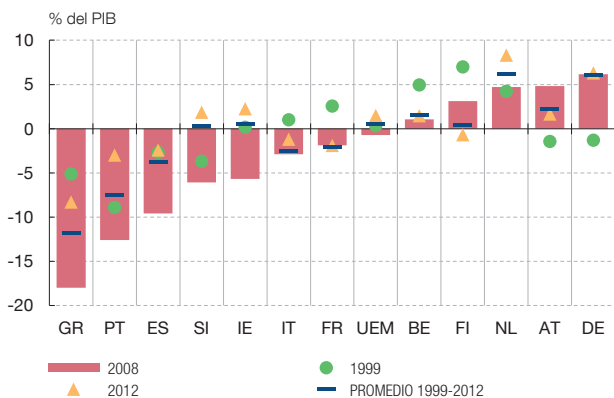
ÍNDICES DE PIB PER CÁPITA (Alemania = 100)



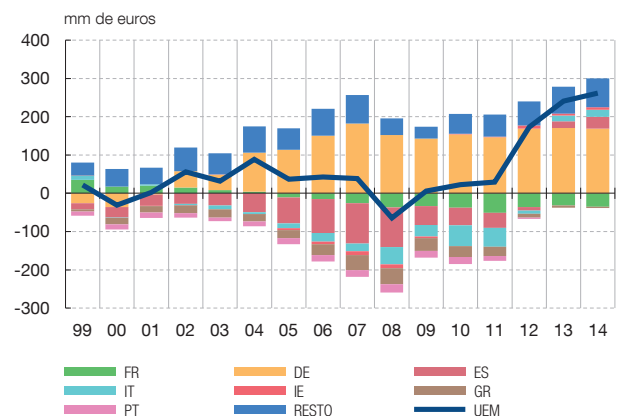
DESVIACIÓN TÍPICA ENTRE LOS PAÍSES DE LA UEM



SALDO DE LA BALANZA POR CUENTA CORRIENTE. EVOLUCIÓN



SALDO DE LA BALANZA POR CUENTA CORRIENTE. COMPOSICIÓN POR PAÍSES



FUENTES: Banco Central Europeo, Comisión Europea y Fondo Monetario Internacional.

Origen y causas de los desequilibrios macroeconómicos

se repasan los factores que propiciaron la aparición de los desequilibrios macroeconómicos, dejando al margen los desequilibrios presupuestarios y las debilidades de la gobernanza europea, que se tratan con detalle en otros trabajos<sup>1</sup>. En el epígrafe tercero se examina la evolución macroeconómica de los países más vulnerables en el inicio del proceso de ajuste, mientras que en el cuarto se detallan los avances registrados en la corrección de los desequilibrios en el período más reciente. En el epígrafe quinto se realiza una valoración del proceso de ajuste, así como de las alternativas de política económica recomendables para su culminación, y, por último, en el epígrafe sexto se concluye.

La entrada en funcionamiento de la UEM determinó la desaparición del riesgo de tipo de cambio y el aumento de la integración financiera y de la movilidad de capital en un conjunto de países heterogéneo, con diferencias sustanciales en sus estructuras productivas y en su grado de desarrollo económico. Para algunas economías, la moneda única supuso una mejora sustancial de las condiciones de financiación y la inmersión en un nuevo entorno, caracterizado, en principio, por una elevada estabilidad macroeconómica que alen-

1 Por ejemplo, en el capítulo 2 del Informe Anual, 2012 del Banco de España se hace un análisis detallado de los fallos en la arquitectura institucional de la UEM y de las soluciones que se están adoptando; y en el Informe Anual, 2011 se revisan la gestación y las implicaciones de los desequilibrios fiscales acumulados en España y en otros países europeos.

taba las expectativas de un mayor crecimiento. Para los países con nivel de renta per cápita superior y mayor capacidad de ahorro, la entrada en la UEM abría las puertas a nuevas oportunidades de negocio, de las que cabía esperar un rendimiento elevado, dadas la baja intensidad de capital y las perspectivas favorables de crecimiento de las economías más rezagadas.

Una vez puesta en marcha la UEM, y dado que la productividad marginal del capital era más elevada en el grupo de países que presentaban menor PIB per cápita, cabía esperar que el exceso de ahorro de las economías más ricas fluyera hacia aquellos para financiar la inversión en proyectos productivos, lo que se reflejaría en un aumento de su producto potencial y en una convergencia de los niveles de renta entre los dos grupos de países. Durante el proceso de convergencia, los países financiados registrarían déficits por cuenta corriente, un incremento del endeudamiento exterior y, previsiblemente, un incremento de los precios y costes debido a la presión de la demanda<sup>2</sup>. Sin embargo, se trataría de «desequilibrios» necesarios para conseguir, a través de la inversión, un aumento de la productividad y del empleo, del que se esperaba que en el futuro permitiese hacer frente a las deudas asumidas. También se pensaba que el aumento de la productividad compensaría el comportamiento más desfavorable de los costes, impidiendo el deterioro de la competitividad [véase, por ejemplo, Ahearne, Schmitz y Von Hagen (2007)]. Esta argumentación, sustentada en los modelos de equilibrio intertemporal de la balanza de pagos, sostuvo durante muchos años la opinión generalizada de que la acumulación de desequilibrios era la consecuencia natural del proceso de convergencia real que se estaba registrando, lo que derivó en una visión muy complaciente de los desajustes, que Blanchard y Giavazzi (2002) conceptuaron como *benign neglect*. Además, la integración financiera alcanzada en el seno de la UEM hacía improbable que el déficit exterior supusiera por sí mismo una restricción efectiva para el mantenimiento del dinamismo de las economías, al menos mientras persistiese la confianza en la sostenibilidad del proyecto integrador.

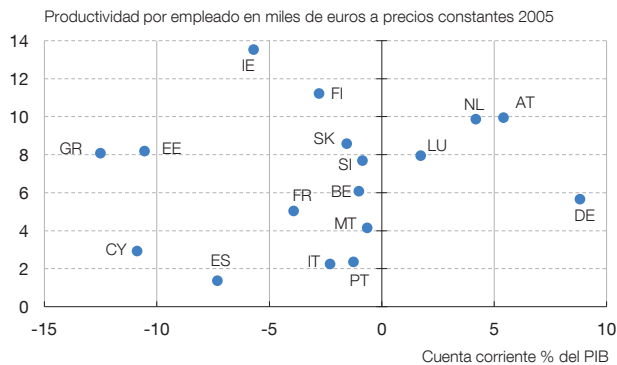
Sin embargo, la realidad no confirmó estas expectativas<sup>3</sup>. El prolongado período de expansión que registraron los países receptores de capital ocultaba el hecho de que el despegue de la productividad —el elemento esencial en la línea argumental de los que restaban importancia a los desequilibrios— no se estaba materializando: como se aprecia en el gráfico 2, entre 1999 y 2007 los países con mayor crecimiento de sus déficits por cuenta corriente y de su endeudamiento exterior registraron, en general, un menor incremento de la productividad por empleado, con la notable excepción de Irlanda. La evolución desfavorable de la productividad constituía un síntoma de que la financiación no se estaba canalizando hacia las actividades más productivas, por lo que no se reflejó en un aumento del potencial de crecimiento de la economía ni se generaron los rendimientos necesarios para devolver los fondos recibidos y satisfacer la restricción intertemporal de la balanza de pagos [véase Giavazzi y Spaventa (2011)].

En estos países, la expansión de la demanda se vio amplificada por el efecto riqueza ligado a la intensa elevación del precio de algunos activos, en especial los inmobiliarios, generada por el bajo coste y la abundante disponibilidad de la financiación. La demanda agregada de estas economías se situó de modo recurrente por encima de la oferta, lo que

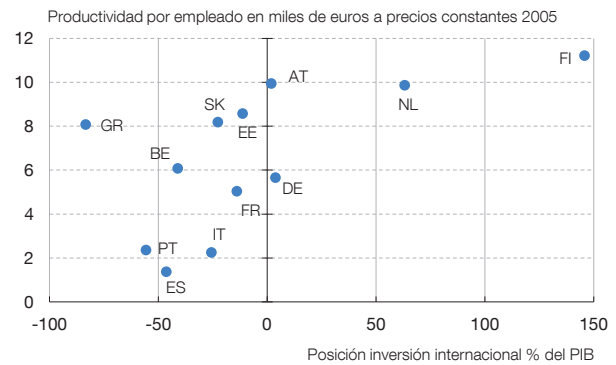
2 Como contrapartida, los países emisores de capital alcanzarían superávits de la balanza por corriente y una mejora de su posición de inversión internacional.

3 Algunos autores alertaron de que la presencia de desequilibrios tan elevados no se explicaba en su totalidad por los fundamentos de las economías que los registraban [Arghyron y Chortareas (2008) o Jaumotte y Sodsriwiboon (2010)], lo que las hacía vulnerables ante un cambio repentino de las expectativas, como finalmente sucedió. Otros autores enfatizaban la complejidad que podía entrañar la corrección de los desequilibrios externos por la presencia de rigideces en los tipos de cambio nominales [Blanchard y Giavazzi (2002)].

VARIACIÓN PERÍODO 1999-2007



VARIACIÓN PERÍODO 1999-2007



FUENTE: Comisión Europea.

a Para Malta y la UEM los datos no están disponibles.

provocó un aumento de precios y costes que, como se ha mencionado, no vino acompañado de mejoras de la productividad, dando lugar a un deterioro persistente de la competitividad, que, fuera de los mercados europeos, se vio amplificado por la apreciación del euro. Es cierto que estas presiones al alza de los precios se produjeron, fundamentalmente, en los sectores de bienes no comercializables y afectaron en menor medida al sector exportador, donde predominan empresas de mayor tamaño y elevada eficiencia, que, en general, lograron mantener sus cuotas en los mercados exteriores, mientras que otros socios europeos registraban un comportamiento más desfavorable [véase Gaulier y Vicard (2012)]. Pero ello no debe llevar a infravalorar sus implicaciones, ya que el aumento de precios y márgenes en los sectores no comerciables favorecía una reasignación de recursos hacia estos, que dio lugar a un importante avance de las importaciones, al mismo tiempo que frenaba la expansión de la base exportadora, que en estos países tiene un tamaño más reducido que en las restantes economías de la UEM y cuyo desarrollo podría haber facilitado el ajuste posterior de los desequilibrios.

Por otro lado, la naturaleza de las entradas de capital, canalizadas en gran parte a través de préstamos intermediados por el sistema bancario y no tanto a través de inversiones directas con mayor vocación de permanencia, situaba a estas economías en una posición muy vulnerable ante una eventual disminución de la confianza sobre su capacidad de crecimiento futuro, que podría provocar un parón de los flujos de financiación. Este tipo de vulnerabilidades no recibió suficiente atención durante el período de expansión, al otorgársele una baja probabilidad en el seno de la UEM [Lane (2013)].

Algunos estudios encuentran evidencia de que las divergencias en la UEM y la acumulación de desequilibrios en los países deficitarios se vieron afectadas, además, por los efectos asimétricos que tuvieron algunas perturbaciones provenientes del entorno internacional. Así, la mayor capacidad de las economías con superávit para aprovechar la pujanza de la demanda exterior procedente de los países emergentes y su implicación en la integración de los países del centro y este de Europa en las cadenas de producción de la zona del euro afectaron muy positivamente a sus exportaciones [Chen, Milesi-Ferretti y Tressel (2012)].

Aunque estos fenómenos pudieron amplificar las divergencias, no cabe duda de que el origen de estas y, sobre todo, su persistencia se encuentran ligados de manera más estrecha a otros factores, como la existencia de financiación barata en un contexto de baja

aversión al riesgo y la conducta de las autoridades económicas, que no supieron percibir el alcance y las implicaciones de los desequilibrios acumulados ni aplicaron las políticas necesarias para garantizar la estabilidad macroeconómica dentro de una unión monetaria. A ello se suman las debilidades de los instrumentos de supervisión de las políticas económicas nacionales de la UEM, que se hallaba muy centrada en la vigilancia de las finanzas públicas y apenas en el comportamiento del sector privado, e incluso la primera resultó, a la postre, muy poco eficaz.

En efecto, el proceso de integración financiera iniciado con la UEM coincidió con unas condiciones de financiación muy laxas y con el surgimiento de innovaciones financieras complejas y relativamente opacas que permitieron que los fondos fluyeran generosamente, intermediados por un sistema bancario que no discriminó de forma suficiente el riesgo de los distintos proyectos de inversión, produciéndose una asignación de los recursos que no siempre primó sus usos más eficientes. La política de supervisión no fue capaz de prevenir y detener la acumulación de riesgos, en un contexto de infravaloración de la potencia de los canales de contagio que generaban las crecientes interrelaciones entre los distintos países y agentes económicos.

Además, algunos Gobiernos, amparados en la prolongada etapa de expansión en que se encontraban inmersas estas economías, frenaron el impulso reformador que había caracterizado el proceso de convergencia que precedió a la creación de la UEM, y desistieron de llevar a cabo las políticas fiscales y de reforma estructural que habrían sido necesarias para atajar los desequilibrios que se estaban acumulando. Destacan, en particular, los escasos avances en la reforma de los mercados de trabajo, en contraste con lo ocurrido en algunas de las economías donde las presiones de la demanda eran menores, como Alemania, que introdujeron reformas muy ambiciosas de sus mercados laborales que moderaron de manera notable sus crecimientos salariales durante los primeros años de creación de la UEM. Parte de este escaso impulso reformador obedeció, como ya se ha señalado, a la ausencia de un diagnóstico adecuado sobre el origen de los desequilibrios (*benign neglect*), aunque algunos autores destacan también el papel del deterioro institucional que trajo consigo el período de financiación abundante y exuberancia financiera [véanse Eichengreen (2010), Molinas (2013) o Fernández Villaverde, Garicano y Santos (2013)].

Las autoridades europeas mantuvieron también una actitud complaciente ante la acumulación de desequilibrios, debido al convencimiento de que la UEM estaba dotada de mecanismos naturales de ajuste que permitirían eliminar las divergencias a través de los efectos estabilizadores derivados de las pérdidas de competitividad y del funcionamiento eficiente de los mercados financieros. Por ello, únicamente se establecieron mecanismos para la supervisión de las finanzas públicas, dejando prácticamente al margen el resto de potenciales desequilibrios macroeconómicos y prestando escasa vigilancia a la acumulación excesiva de riesgos en el sistema bancario.

Tampoco se fue consciente de la escasa potencia que tienen en la UEM, en comparación con otras áreas de moneda única, algunos canales que permiten amortiguar o compartir los riesgos cuando un país de la unión registra una perturbación asimétrica. En efecto, los mecanismos que discurren a través de la competitividad mostraron, como se detallará a continuación, una potencia insuficiente al comienzo de la crisis, por las rigideces a la baja de los precios y salarios. Tampoco contribuyeron de manera significativa otros canales que discurren a través de los mercados de capital y que se asientan en la propiedad cruzada de las empresas, ya que, aunque la integración financiera haya reducido

el sesgo nacional en la propiedad empresarial entre los países de la zona del euro, este es todavía elevado y superior al que se observa, por ejemplo, entre los Estados norteamericanos y en otros Estados federales<sup>4</sup>. En todo caso, el clima general de infravaloración de riesgos en los mercados de capitales anuló la faceta disciplinadora que los inversores podrían haber ejercido sobre los Gobiernos que no persiguieron las políticas de estabilidad más eficientes.

## El inicio del proceso de ajuste

El inicio de la crisis financiera en 2007 y, especialmente, la quiebra de Lehman Brothers en septiembre de 2008 dieron lugar a un proceso brusco de reevaluación de los riesgos, con efectos profundamente asimétricos en el área del euro, afectando de forma más intensa a aquellas economías con mayor dependencia de la financiación exterior. Así, mientras que empresas, familias, Administraciones Públicas e intermediarios financieros en los países con exceso de ahorro pudieron seguir financiándose en condiciones relativamente ventajosas, incluso mejores que durante la etapa expansiva, aquellos radicados en países con elevados déficits exteriores tuvieron que soportar una reducción notable de la oferta de financiación y un incremento de su coste, que determinó el inicio de un proceso de reabsorción de los excesos de demanda y de corrección de los desequilibrios externos relativamente brusco.

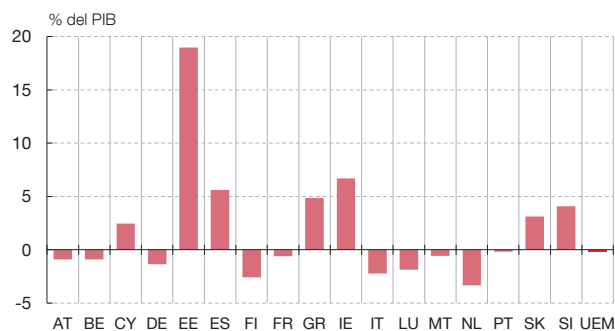
El endurecimiento de las condiciones de financiación y la constatación de que la crisis podría tener efectos permanentes sobre el crecimiento potencial llevaron a familias y a empresas en los países deficitarios a revisar sus decisiones de gasto, hasta situarlos en niveles más acordes con las nuevas expectativas de evolución de la renta. Pero el proceso de corrección avanzaba a un ritmo lento, especialmente en Grecia, Portugal y también en Italia, que incluso registró un aumento del déficit exterior (véase gráfico 3). Tampoco se observó un ajuste significativo de los distintos indicadores de competitividad de precios y costes, salvo en el caso de Irlanda. Solo los indicadores elaborados con costes laborales unitarios en las manufacturas registraron una mejora notable, en comparación con el resto de los socios europeos, aunque ello se debe en buena medida al intenso proceso de destrucción de empleo en estos sectores, que se vieron expuestos no solo a la caída de la demanda interna, sino también al colapso del comercio mundial del año 2009 (véase cuadro 1).

Esta situación se mantuvo hasta el año 2010, cuando emergieron con toda intensidad las debilidades estructurales y de los sistemas bancarios de numerosos países de la UEM, así como la falta de consenso y determinación política para afrontarlas. En este contexto, el área del euro se vio sometida a un proceso de fragmentación financiera y a un repliegue de capitales, que derivó en una crisis de balanza de pagos de naturaleza similar a las registradas en numerosas economías emergentes y avanzadas a lo largo del pasado siglo [Merler y Pisani-Ferri (2012)]. La financiación recibida a través del Eurosistema pudo suavizar el ajuste durante los primeros años de crisis, pero, en contra de lo que opinaban algunos autores, no impidió una rápida erupción de los desequilibrios macroeconómicos cuando se desató la crisis de balanza de pagos<sup>5</sup> (véase gráfico 4).

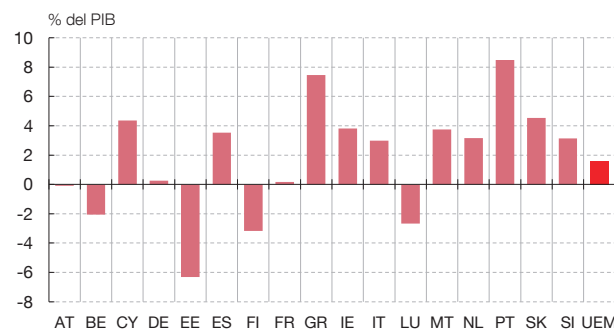
4 Cuando un país (o región) experimenta una perturbación, la caída del PIB no tiene por qué trasladarse en su totalidad a la renta de los residentes si la propiedad del capital está diversificada y parte del capital productivo de esa economía es propiedad de no residentes, al mismo tiempo que los residentes obtienen rentas de otros países (regiones) no afectadas por el *shock*. Otros canales de mutualización de riesgos pueden ser la existencia de un presupuesto a escala federal con funciones estabilizadoras, los flujos migratorios o el canal crediticio.

5 Algunos autores —como Sinn (2011) o Sinn y Wollmershäuser (2011)— argumentan que la financiación recibida a través de los saldos TARGET2 contribuye a financiar el desequilibrio entre el ahorro y la inversión de las economías deficitarias de la UEM, frenando en consecuencia sus procesos de ajuste. En cambio, Buiter *et al.* (2011) ofrecen una perspectiva más amplia sobre el significado y las implicaciones de los saldos TARGET2 e ilustran que la ampliación de esos saldos refleja principalmente las dificultades de las entidades bancarias para encontrar fuentes de financiación en un entorno de desconfianza y fragmentación de los mercados financieros y, en menor medida, la necesidad de financiar los desequilibrios por cuenta corriente.

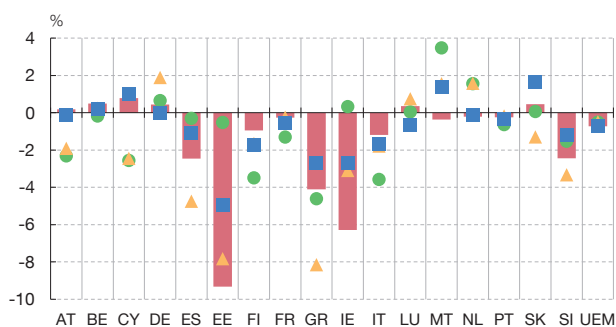
CORRECCIÓN CUENTA CORRIENTE 2007-2010



CORRECCIÓN CUENTA CORRIENTE 2010-2012

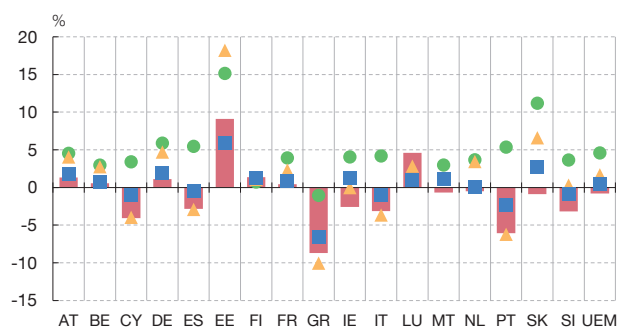


DEMANDA INTERNA, EXPORTACIONES, IMPORTACIONES Y PIB VARIACIÓN MEDIA ANUAL PERÍODO 2007-2010



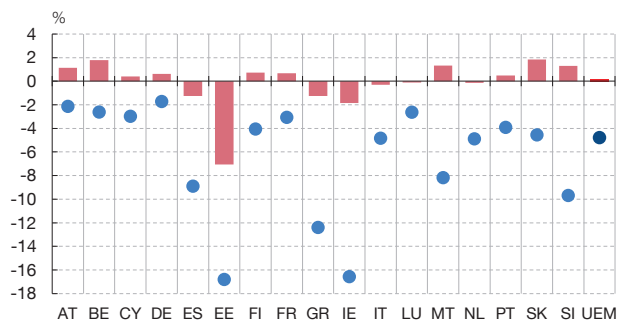
■ DEMANDA INTERNA    ● EXPORTACIONES  
▲ IMPORTACIONES    ■ PIB

DEMANDA INTERNA, EXPORTACIONES, IMPORTACIONES Y PIB VARIACIÓN MEDIA ANUAL PERÍODO 2010-2012



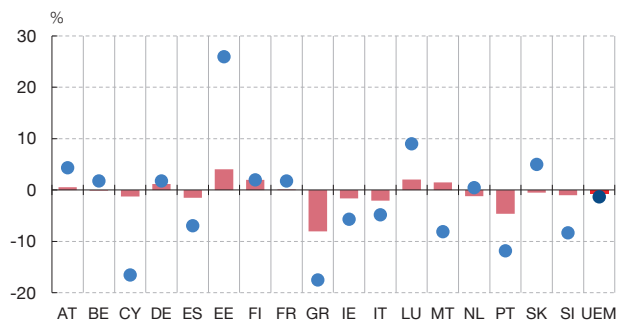
■ DEMANDA INTERNA    ● EXPORTACIONES  
▲ IMPORTACIONES    ■ PIB

CONSUMO E INVERSIÓN VARIACIÓN MEDIA ANUAL PERÍODO 2007-2010



■ CONSUMO    ● INVERSIÓN

CONSUMO E INVERSIÓN VARIACIÓN MEDIA ANUAL PERÍODO 2010-2012



■ CONSUMO    ● INVERSIÓN

FUENTE: Comisión Europea.

Como se observa en el gráfico 3, entre 2007 y 2012 los saldos por cuenta corriente registraron una mejora que supera los 10 puntos porcentuales (pp) del PIB en Portugal, Irlanda y España, y los 12 pp en Grecia. Italia también ha revertido el deterioro del saldo exterior que registró durante los primeros años de crisis. De hecho, las previsiones de la CE y del FMI señalan que en el año 2013 todas estas economías, excepto Grecia, podrían alcanzar un superávit por cuenta corriente por primera vez desde la creación de la UEM —salvo en el caso de Italia en 2001—. Aunque esta corrección ha sido menos rápida e intensa que la que registraron los países bálticos —Letonia, Lituania y Estonia— entre 2007 y 2009, supera con creces los criterios que habitualmente se establecen en la literatura para caracterizar

		BE	DE	IE	GR	ES	FR	IT	NL	AT	PT	FI
TIPO DE CAMBIO EFECTIVO REAL FRENTE AL RESTO DE PAÍSES DESARROLLADOS												
Deflactor consumo	1999-2007	3,9	-0,9	22,7	4,9	13,5	1,7	5,9	5,1	-1,0	9,1	0,2
	2007-2010	2,5	0,9	0,1	4,4	2,4	1,5	2,6	2,2	1,1	-0,5	4,2
	2010-2012	-2,9	-7,1	-11,4	-3,4	-3,1	-6,5	-4,3	-4,0	-2,6	-2,7	-4,9
Coste laboral nominal unitario, total economía	1999-2007	5,2	-12,7	29,4	5,2	18,5	6,9	12,0	9,8	-5,1	11,0	0,6
	2007-2010	2,7	4,5	-4,6	6,1	0,4	2,6	4,3	4,2	3,0	1,2	11,6
	2010-2012	-0,5	-5,6	-17,6	-19,3	-12,8	-3,8	-5,5	-5,6	-2,4	-10,1	-5,5
Coste laboral nominal unitario, manufacturas	1999-2007	10,5	-12,3	12,6	41,9	32,5	5,2	27,3	3,6	-5,3	11,6	-20,1
	2007-2010	4,1	22,4	-6,6	-12,9	-2,6	-1,0	7,7	3,3	6,8	-2,6	21,6
	2010-2012	-1,4	-12,6	-12,1	-11,6	-13,1	0,6	-2,7	-6,0	-5,1	-8,1	-6,7
Deflactor del PIB	1999-2007	4,7	-9,0	21,3	4,0	20,4	2,9	6,6	10,1	-1,8	9,1	-1,7
	2007-2010	2,9	1,7	-6,7	5,6	1,4	2,3	3,7	1,7	1,9	1,6	3,4
	2010-2012	-2,1	-7,9	-10,4	-8,3	-7,0	-5,6	-7,0	-5,5	-2,1	-6,4	-4,7
Deflactor exportaciones de bienes y servicios	1999-2007	10,7	-5,6	1,4	11,7	16,0	-3,6	9,5	5,9	0,3	5,1	-8,6
	2007-2010	0,4	1,1	7,9	5,3	1,7	1,4	2,8	0,0	2,3	-0,7	-2,6
	2010-2012	-1,4	-8,6	-11,3	-1,0	-3,7	-4,5	-5,6	-1,3	-4,4	-2,1	-5,1
PRO MEMORIA: tipo de cambio efectivo nominal	1999-2007	9,7	12,5	16,8	12,1	10,3	11,9	13,2	8,3	7,1	7,4	12,8
	2007-2010	2,5	2,8	4,5	3,8	3,2	2,6	2,6	3,1	1,8	2,0	3,0
	2010-2012	-4,4	-6,1	-7,4	-3,0	-4,1	-5,5	-5,3	-4,2	-3,9	-3,3	-6,7
TIPO DE CAMBIO EFECTIVO REAL FRENTE AL RESTO DE PAÍSES DE LA ZONA DEL EURO												
Deflactor consumo	1999-2007	-0,3	-5,8	12,5	5,0	10,0	-3,0	2,1	2,0	-2,4	5,8	-4,9
	2007-2010	0,7	-1,1	-3,5	2,2	0,1	-0,3	1,0	0,0	0,1	-1,9	2,2
	2010-2012	1,8	-1,4	-4,4	0,9	1,3	-1,1	1,3	0,4	1,5	0,8	1,7
Coste laboral nominal unitario, total economía	1999-2007	2,2	-18,2	22,0	4,5	16,0	3,6	9,2	8,5	-5,3	9,3	-2,5
	2007-2010	-0,5	0,7	-10,3	2,7	-3,1	-1,0	0,8	0,5	0,3	-1,4	7,2
	2010-2012	4,9	1,6	-10,4	-15,6	-8,6	2,7	0,7	-0,8	2,4	-6,4	2,0
Coste laboral nominal unitario, manufacturas	1999-2007	6,4	-19,6	3,3	39,8	28,9	0,5	23,5	1,2	-6,4	8,7	-24,8
	2007-2010	-2,5	15,0	-16,3	-20,9	-9,3	-8,6	-0,6	-4,0	-0,5	-7,3	11,9
	2010-2012	4,9	-6,1	-2,7	-5,5	-8,0	9,0	5,4	-0,4	0,8	-3,7	1,2
Deflactor del PIB	1999-2007	1,7	-13,5	13,5	5,4	18,3	-0,4	4,3	8,7	-1,8	7,2	-4,5
	2007-2010	0,9	-0,4	-10,5	3,3	-1,1	0,2	1,9	-0,8	0,7	0,0	1,1
	2010-2012	3,4	-1,0	-2,2	-3,3	-1,9	0,9	-0,6	-0,5	2,9	-2,3	3,4
Deflactor exportaciones de bienes y servicios	1999-2007	8,6	-8,9	-4,1	13,6	14,5	-6,3	7,9	5,0	-0,2	3,7	-9,3
	2007-2010	-1,0	-0,5	5,0	3,6	0,0	-0,2	1,5	-1,6	1,6	-1,8	-4,8
	2010-2012	3,3	-3,4	-4,2	4,4	0,7	1,1	0,1	3,3	-0,3	1,4	1,7

FUENTE: Comisión Europea.

a Variación acumulada en los períodos 1999-2007, 2007-2010 y 2010-2012, respectivamente.

b Una tasa de variación positiva representa una apreciación o una pérdida de competitividad en el período.

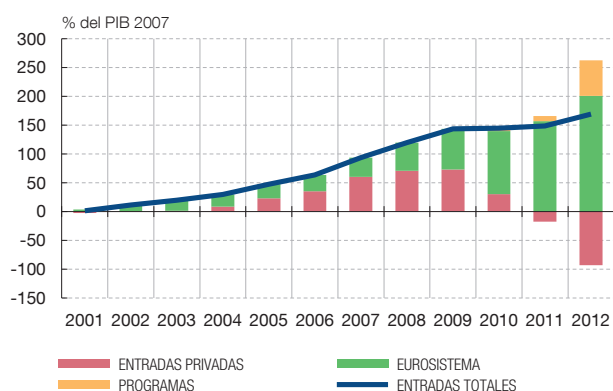
episodios de crisis o reversión de los desequilibrios de balanza de pagos [véase Adalet y Eichengreen (2007)].

La parálisis de la financiación exterior propició que, en un primer momento, el ajuste se asentara principalmente en la caída de la demanda, tal y como señalan diversos estudios<sup>6</sup>.

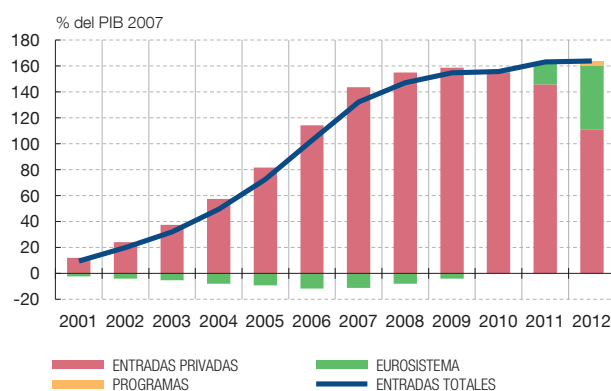
<sup>6</sup> Véase Lane y Milesi-Ferretti (2012), por ejemplo, que obtienen esta conclusión no solo para las economías de la UEM, sino también para el conjunto de las economías desarrolladas y no desarrolladas que presentan desequilibrios en sus balanzas por cuenta corriente.



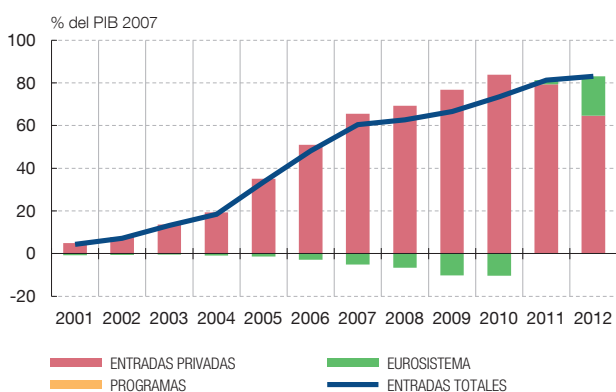
## GRECIA



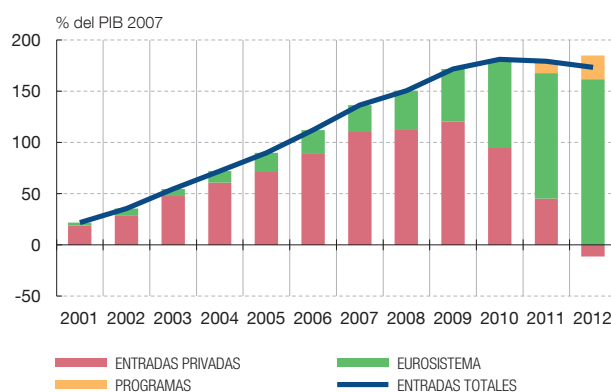
## ESPAÑA



## ITALIA



## PORTUGAL



FUENTES: Bancos centrales nacionales, Facilidad Europea de Estabilidad Financiera, Fondo Monetario Internacional y Mecanismo Europeo de Estabilidad Financiera.

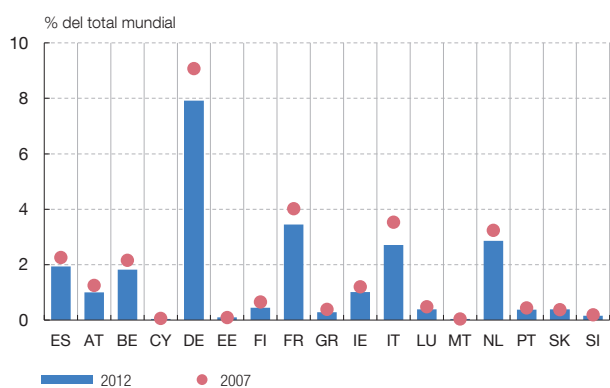
a Datos acumulados desde 2001.

Así, el gasto en consumo y, especialmente, en inversión registró caídas notables en todas las economías (véase gráfico 3). Dentro de la inversión, el descenso fue especialmente intenso en el gasto en construcción, tras el auge registrado en los años anteriores en algunos países, pero también la inversión en equipo retrocedió, sin que en la primera mitad del año 2013 se hayan apreciado aún síntomas de recuperación. A su vez, como se aprecia en el gráfico 3, el frenazo de la demanda se reflejó en una intensa caída de las importaciones, mientras que las exportaciones mantenían una expansión modesta, en un contexto de debilidad de la demanda global y de lento reajuste de la competitividad.

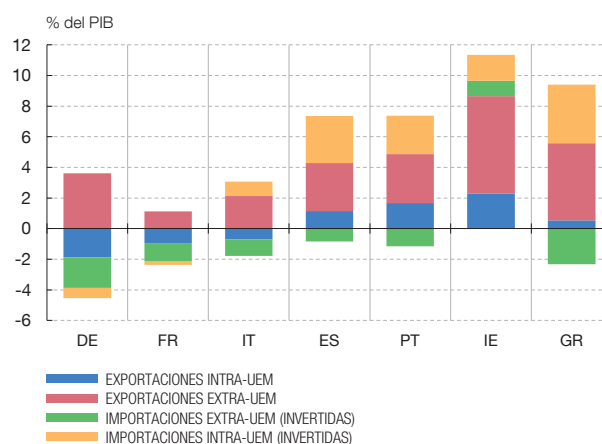
### El ajuste de los desequilibrios en el período más reciente

La prolongada e intensa debilidad de la demanda, el elevado grado de holgura del mercado de trabajo y las reformas estructurales que, al fin, bajo una enorme presión de los mercados financieros, decidieron emprender todas estas economías permitieron que se intensificara el reajuste competitivo. Como se observa en el cuadro 1, desde el año 2010 los indicadores de tipo de cambio real de estos países muestran una mejora muy intensa, tanto frente al conjunto de la zona del euro como frente al grupo de los países desarrollados, que se ha visto amplificada en este último caso por la depreciación del euro. En términos generales, estos indicadores han logrado revertir buena parte de la pérdida de competitividad registrada desde el comienzo de la UEM, si bien, de acuerdo con las estimaciones que elabora el FMI, aún mantendrían cierto grado de apreciación respecto a los

CUOTA DE EXPORTACIONES



CONTRIBUCIÓN A LA VARIACIÓN DEL SALDO COMERCIAL. 2007-2012



FUENTES: Banco Central Europeo y Comisión Europea.

niveles que serían compatibles con el equilibrio interno y externo de la economía [véase FMI (2012)].

En particular, en las economías deficitarias se registró un retroceso de los costes laborales unitarios, que se extiende a las ramas industriales y de servicios. Pero debe tenerse en cuenta que esta contención refleja tanto la moderación de la remuneración por asalariado como la recuperación de la productividad aparente del trabajo, estrechamente ligada al proceso de destrucción de empleo que está teniendo lugar en estas economías.

En algunos de estos países —como España, Irlanda y Portugal—, la mejora de la competitividad exterior se está reflejando en una mayor dinamismo de las exportaciones, lo que ha permitido que sus cuotas de exportación en los mercados mundiales se hayan mantenido relativamente estables en los años más recientes, en contraste con el retroceso que se observa en Francia y en Alemania. Por el contrario, tanto en Grecia como en Italia el comportamiento de las ventas al exterior mantiene un tono débil (véase gráfico 5).

Pero la traslación de esta moderación de los costes laborales a los precios de producción —medidos por los deflatores del valor añadido— ha tenido por el momento un carácter parcial, lo que ha propiciado una recuperación de los márgenes empresariales de las economías con déficit, difícil de justificar en el contexto de debilidad de la demanda en que se produce<sup>7</sup>. Este repunte de los márgenes podría estar relacionado con rigideces a la baja de los precios, posiblemente vinculadas con la falta de competencia en determinados mercados. Algunos autores sugieren una explicación alternativa, de acuerdo con la cual el aumento de márgenes estaría ligado al esfuerzo que están haciendo algunas empresas para dotarse de mayor capacidad de autofinanciación, dadas las restricciones de acceso a la financiación externa existentes —especialmente relevantes para las empresas de tamaño mediano y pequeño, que son predominantes en los países más vulnerables—. En todo caso, resultaría necesario un análisis más profundo para discernir los factores que subyacen a esta evolución de los márgenes.

<sup>7</sup> Véase, por ejemplo, G. B. Wolf (2012), *Arithmetic is absolute: Euro area adjustment*, Bruegel policy contribution, 2012/09.

Con todo, pese a la mejora de la competitividad exterior y al comportamiento favorable de las exportaciones, aún no se detectan cambios relevantes en la especialización sectorial de las economías analizadas, más allá de los asociados a la contracción de la construcción en aquellos países que registraron un *boom* inmobiliario, en favor de un mayor peso del valor añadido de los servicios. La participación de la industria en el valor añadido bruto total registró un notable descenso en 2009, como reflejo del colapso del comercio internacional, y posteriormente se recuperó hasta retornar a niveles similares a los alcanzados en los años previos a la crisis (véase cuadro 2)<sup>8</sup>. Estos resultados se confirman cuando se emplean las cifras de empleo de los distintos sectores en lugar del valor añadido.

Además de por la evolución de los precios y costes frente a los principales países competidores, la reasignación de factores en una economía se ve afectada también por la relación real de intercambio interna que se deriva de la evolución de los deflatores, costes y márgenes a escala sectorial. En este sentido, como elemento positivo, cabe destacar que desde el año 2007, y al contrario de lo que sucedió en la anterior fase expansiva, los márgenes en las actividades de manufacturas se están incrementando a un ritmo superior al de los servicios (salvo en Italia), lo que podría estar sentando las bases para una futura reasignación de recursos hacia aquellos sectores en las economías deficitarias (véase cuadro 2).

Por otra parte, la contribución de los países con superávit a la corrección de los desequilibrios está siendo muy limitada. De acuerdo con la Comisión Europea (2012), la divergencia en las balanzas por cuenta corriente acumulada entre estos países y los deficitarios se debió en su mayor parte a la distinta evolución de las importaciones y de la demanda interna en ambos grupos de países, mientras que las exportaciones mostraron un comportamiento similar. Aunque la atonía de la demanda de las economías con superávit refleja en parte una elevada propensión al ahorro que puede estar condicionada por factores demográficos o ser reflejo de una elección intertemporal, también se aprecia una debilidad de la inversión productiva, muy acusada en algunas actividades de servicios, que limita el potencial de crecimiento de estos países<sup>9</sup>.

En este sentido, cabe señalar que en el período de crisis los países con superávit, con la excepción de Finlandia, no han mostrado correcciones significativas de sus saldos por cuenta corriente, e incluso en algún caso, como el de Holanda, lo ampliaron de manera notable (véase gráfico 1). En Alemania, el superávit de la balanza por cuenta corriente se situó en 2012 por encima de los umbrales establecidos en el Mecanismo de Alerta del Procedimiento de Desequilibrios Excesivos<sup>10</sup> (+6%). Es cierto que este resultado refleja principalmente una ampliación del superávit comercial frente a los países no pertenecientes a la UEM, mientras que el saldo positivo que tradicionalmente mostraban estos países frente al resto de los Estados miembros del área se ha reducido —salvo, de nuevo, en el

---

8 Algunos estudios elaborados con datos a escala microeconómica revelan que la especialización industrial de estas economías también adolece de algunas debilidades que contribuyen a explicar su menor vocación exportadora, en comparación con otros países, como Alemania. En concreto, el tejido industrial de estos países se encuentra dominado por empresas de tamaño pequeño y mediano, que tienen mayores dificultades de acceso a los mercados lejanos, como los del sudeste asiático, que en general presentan mayor dinamismo y potencial de demanda, y que encuentran mayores obstáculos a la hora de participar en las cadenas de producción global que en la actualidad dominan las relaciones comerciales.

9 Según la Comisión Europea (2012) Alemania perdió 550 mm desde el año 2007 en sus tenencias netas de activos exteriores. Estas pérdidas se produjeron, en su mayor parte, en las inversiones realizadas en activos de Estados Unidos. Esto sugiere que al menos parte del exceso de ahorro se canalizó hacia inversiones en productos financieros complejos, que, a la postre, generaron fuertes pérdidas, lo que lleva a cuestionarse si hubiera sido preferible utilizar los recursos para financiar una expansión del gasto que generase incrementos del bienestar.

10 El FMI, en su marco de análisis de los desequilibrios por cuenta corriente, también estima que el superávit alemán excede al que justificarían sus determinantes fundamentales.

COMPOSICIÓN SECTORIAL DEL PIB Y TASAS DE VARIACIÓN ACUMULADAS DE CLU, DEFLACTORES Y MÁRGENES (a)

CUADRO 2

COMPOSICIÓN SECTORIAL DEL PIB (%)

	2007					2012				
	AGRIC.	IND.	MANUF.	CONST.	SERV.	AGRIC.	IND.	MANUF.	CONS.	SERV.
BE	0,8	19,1	16,4	5,3	74,7	0,9	17,6	14,4	5,4	75,9
DE	1,0	26,2	23,4	3,7	69,0	0,8	25,0	21,9	3,7	70,4
EE	3,4	21,0	16,5	8,8	66,7	3,9	21,3	16,6	8,3	65,9
IE	1,4	25,6	24,1	9,5	64,0	1,5	30,8	--	4,3	61,8
GR	3,5	12,1	8,7	8,0	76,3	4,5	12,6	8,9	2,7	79,8
ES	3,2	17,2	14,5	13,4	66,2	3,5	16,0	12,9	9,5	71,2
FR	1,9	15,1	12,5	5,7	77,3	2,0	13,8	11,5	5,0	79,2
IT	2,1	20,8	18,4	6,1	71,0	2,1	19,0	16,5	5,1	73,8
CY	2,2	10,3	7,5	11,9	75,5	2,1	9,1	6,4	6,4	82,5
LU	0,3	10,1	8,3	6,7	82,9	0,3	6,4	5,5	6,2	87,5
NL	1,9	18,3	13,7	5,6	74,2	2,0	18,3	13,4	4,6	75,3
AT	1,5	23,9	20,8	6,8	67,8	1,4	24,4	20,8	6,1	68,1
PT	2,6	18,1	14,5	7,1	72,2	2,7	18,0	14,3	4,5	74,9
SI	2,4	27,5	23,5	7,9	62,2	2,4	26,8	22,7	4,8	66,1
SK	3,7	32,0	24,4	7,7	56,6	3,5	33,5	29,0	7,4	56,1
FI	2,9	28,1	25,4	6,6	62,5	3,1	23,2	20,5	6,8	66,5

TASAS DE VARIACIÓN ACUMULADAS DE CLU, DEFLACTORES Y MÁRGENES

	1999-2007						2007-2012					
	MANUF.			SERV.			MANUF.			SERV.		
	CLU	DEFL.	MÁRG.	CLU	DEFL.	MÁRG.	CLU	DEFL.	MÁRG.	CLU	DEFL.	MÁRG.
BE	2,8	6,2	3,5	19,2	23,0	3,8	12,8	4,9	-7,9	16,0	10,6	-5,3
DE	-22,3	-2,0	20,3	0,7	5,0	4,3	13,4	8,0	-5,4	11,0	2,5	-8,5
EE	87,6	39,2	-48,4	103,6	60,0	-43,6	2,9	8,8	5,8	20,4	13,0	-7,4
IE	1,3	-13,0	-14,3	41,7	53,1	11,4	--	--	--	--	--	--
GR	56,4	29,7	-26,7	17,1	22,4	5,3	-22,5	8,6	31,1	2,1	8,2	6,2
ES	23,8	28,6	4,8	29,7	34,7	5,0	-2,6	9,7	12,3	1,5	5,8	4,3
FR	-2,0	-5,2	-3,2	20,8	22,3	1,5	--	--	--	--	--	--
IT	16,5	13,0	-3,5	23,2	22,7	-0,5	16,9	1,6	-15,4	10,4	7,9	-2,5
CY	68,5	23,1	-45,3	23,7	18,9	-4,8	12,9	8,5	-4,4	6,0	14,9	8,9
LU	11,2	26,3	15,1	24,0	32,8	8,7	41,2	26,0	-15,2	22,9	18,4	-4,5
NL	-4,1	8,1	12,2	24,6	21,7	-2,9	7,2	4,8	-2,4	9,4	4,2	-5,3
AT	-13,8	2,7	16,5	10,0	16,6	6,6	9,9	2,8	-7,1	14,2	10,6	-3,6
PT	10,2	5,1	-5,1	24,7	27,9	3,2	-3,2	5,2	8,4	-1,7	1,4	3,1
SI	-14,4	-4,7	9,6	28,3	25,0	-3,3	10,2	2,0	-8,2	15,0	7,1	-7,9
SK	-1,9	23,5	25,5	137,5	117,3	-20,3	-4,0	-5,2	-1,2	25,3	25,3	0,0
FI	-43,7	-19,4	24,4	25,4	24,5	-0,9	21,3	-0,6	-21,9	20,6	15,0	-5,5

FUENTE: Comisión Europea.

a Las tasas de variación son acumuladas para el período indicado.

caso de Holanda, como consecuencia del flujo creciente de reexportaciones a la UEM de productos importados de fuera del área—. Pero, como se aprecia en el gráfico 5, esta corrección se debe principalmente a la debilidad de la demanda de los países de la UEM que acumularon mayores desequilibrios, lo que se traduce en una caída de las exportaciones destinadas a esos mercados, y no tanto a un mayor dinamismo de la demanda interna y de las importaciones de los países con superávit.

**Valoración del proceso de ajuste y respuestas de política económica a escala nacional para corregir los desequilibrios**

En cuanto a la evolución de los indicadores de competitividad, se ha registrado un deterioro desde el inicio de la crisis en todos los países superavitarios, con la excepción de Alemania. En este país se observó cierto repunte de los costes laborales unitarios entre 2008 y 2010, ligado a un mayor incremento de los salarios y al retroceso de la productividad, como consecuencia del dinamismo del mercado de trabajo. Pero en el período posterior este proceso se ha detenido y la mayoría de los indicadores de competitividad alemanes han vuelto a mejorar respecto al resto de los países de la UEM. El hecho de que las cuotas de exportación de Alemania en los mercados mundiales estén disminuyendo en los años recientes constituye un factor que tenderá a moderar los crecimientos salariales a pesar de la situación de relativa tensión del mercado de trabajo.

El ajuste de los desequilibrios acumulados en el área del euro se está desarrollando en línea con lo que la teoría económica sugiere<sup>11</sup>, si bien el progreso está siendo obstaculizado por la existencia de rigidices estructurales en las economías que se han revelado como más vulnerables y por la existencia de un entorno macroeconómico muy complejo, resultado de la interacción entre la crisis financiera internacional y las debilidades institucionales del actual diseño de unión monetaria. Así, como se ha visto en el epígrafe anterior, los países que acumularon mayores desequilibrios han realizado un ajuste significativo de su competitividad, reduciendo sus costes laborales relativos en un contexto en el que numerosos países debían aplicar simultáneamente estrategias similares y en el que la aportación de los países con superávit ha sido muy modesta. Pero la existencia de rigidices nominales ha propiciado que la respuesta de los salarios haya sido lenta y que solo se haya intensificado cuando los niveles de desempleo han alcanzado niveles históricamente elevados. Por ello, la moderación de los costes laborales unitarios refleja, en gran parte, un incremento de la productividad asociado a la destrucción de empleo. Por otro lado, la moderación de los costes no se ha trasladado en su totalidad a los precios finales en estas economías, sin que por el momento exista una explicación satisfactoria de este hecho.

La lentitud del proceso de reasignación sectorial podría también estar relacionada con los elevados niveles de endeudamiento que aún mantiene el sector privado y con las vulnerabilidades de los sistemas bancarios, que dificultarían que la financiación fluyera hacia los sectores más dinámicos y productivos, en un contexto en el que el crecimiento global y, en especial, el del resto de los socios europeos mantienen ritmos de avance moderados. Mendoza (2010) estima que la presencia de restricciones financieras puede amplificar el impacto recesivo de los episodios de corrección de los desequilibrios por cuenta corriente<sup>12</sup>.

Los elevados costes que está generando el proceso de ajuste actual en términos de desempleo y la insuficiente reasignación de la actividad hacia aquellos sectores con capacidad de generar un mayor impulso de las exportaciones y un crecimiento más sostenido otorgan gran relevancia a que la respuesta de política económica sea la más adecuada para avanzar satisfactoriamente en la corrección de los desequilibrios. Desde esta perspectiva, cabe pensar que una acción coordinada entre países deficitarios y con superávit debería permitir una mejora de los indicadores de competitividad de los primeros sin

11 En principio, cabría esperar que el proceso de ajuste de los países de la UEM que han experimentado una crisis de la balanza de pagos se iniciara con una intensa contracción de la demanda, especialmente de la inversión, que favorecería la depreciación del tipo de cambio real frente a los competidores —la denominada «devaluación interna»— y una reasignación de los recursos productivos desde los sectores productores de bienes no comerciables hacia los comerciables, haciendo que las exportaciones constituyeran el motor de la posterior recuperación de la inversión y del consumo [Kehoe y Ruhl (2009)].

12 Según sus resultados, el colapso de la inversión puede llegar a ser hasta 12 pp mayor que en los episodios donde no existen restricciones de crédito, en tanto que la caída del PIB respecto a su nivel potencial podría ser 1,21 pp superior.

acentuar los mecanismos de realimentación existentes entre ajuste salarial, endeudamiento y demanda agregada [Krugman (2011)]. Un ajuste de estas características podría contribuir a que el proceso fuera más rápido y menos costoso para el conjunto del área.

Las políticas de oferta son necesarias para elevar el crecimiento potencial de la economía en el medio plazo, pero también pueden generar con cierta inmediatez mejoras de la confianza, así como facilitar el ajuste de los precios relativos, lo que redundaría en una cierta recuperación de la demanda en el corto plazo, especialmente de la inversión. Sin embargo, el entorno actual de altas tasas de desempleo y endeudamiento, y de elevadas brechas de producción en algunos países, aconseja acompañar las reformas estructurales con medidas que estimulen la demanda agregada en aquellas economías en las que la situación presupuestaria otorga cierto margen de maniobra para que la política fiscal ejerza una acción estabilizadora. También resultan esenciales para la recuperación de la demanda de consumo e inversión la relajación de las condiciones financieras y la recuperación de los flujos de financiación de la economía.

Para valorar la efectividad de las medidas de oferta, en Barkbu *et al.* (2012) se recogen algunas estimaciones realizadas con el modelo macroeconómico del FMI (el GIMF) de los efectos de estas sobre el PIB en el corto y medio plazo. Los beneficios en el medio plazo (cinco años) de la aplicación de políticas de oferta son claros —especialmente, los que resultarían de reformas fiscales y de los sistemas de pensiones, y de la mejora de la flexibilidad de los mercados de productos y de trabajo—, mientras que los efectos en el corto plazo son también positivos, aunque mucho menores. Además, concluyen que la aplicación de este tipo de reformas en algunos países tiene efectos positivos sobre el resto de Estados miembros y que los países deficitarios se pueden beneficiar en un grado elevado de las reformas estructurales que acometan los países con superávit, siempre y cuando continúen ajustando sus precios relativos.

Por otra parte, en Fic y Orazgani (2013) se realizan varias simulaciones con el modelo NIGEM para valorar los efectos sobre los países de la UEM de la aplicación en los países deficitarios de medidas encaminadas a corregir sus desequilibrios, aumentando su capacidad exportadora a través de procesos de devaluación interna y de reformas estructurales, y corrigiendo el exceso de endeudamiento de los sectores público y privado. En particular, consideran cuatro políticas distintas —de oferta y de demanda— que se aplicarían simultáneamente en España, Italia, Portugal y Grecia. Las políticas que se simulan son una devaluación interna a través de una reducción permanente de salarios para mejorar la competitividad, un aumento del ahorro de las familias como medio para solventar el exceso de endeudamiento del sector privado, una reducción del endeudamiento público y un *shock* de progreso técnico, junto con un cambio en la estructura de comercio de estos cuatro países.

En el cuadro 3 se recogen los principales efectos sobre el saldo de la balanza por cuenta corriente y sobre el PIB de las medidas enumeradas. Como se observa, la medida de progreso tecnológico es la que de forma clara y simultánea mejora la balanza por cuenta corriente y aumenta el PIB. No obstante, se requeriría un impulso muy significativo del progreso tecnológico, superior del 2 % anual en la mayor parte de los países considerados, para que el déficit por cuenta corriente mejorase en un 1 % anual. Ello equivale, al menos, al triple del crecimiento medio anual de esa variable en la zona del euro durante los últimos 25 años. El incremento de la tasa de ahorro de los hogares tiene efectos muy claros sobre el déficit por cuenta corriente y sus efectos negativos sobre el PIB son similares a los que genera la medida de desapalancamiento del sector público, si bien en este

	Bajada de salarios permanente del 1 %	Progreso tecnológico del 5 % a lo largo de cinco años	Incremento permanente de un 0,5 % de la tasa de ahorro de los hogares	Reducción de la ratio de deuda pública del 10 % a lo largo de ocho años (% del PIB)
España	0,16 (0,07)	0,26 (1,17)	0,35 (-0,28)	1,46 (-1,08)
Italia	0,17 (-0,12)	0,49 (0,77)	0,35 (-0,30)	1,49 (-1,11)
Portugal	0,06 (0,05)	0,36 (0,02)	0,32 (-0,49)	1,15 (-1,81)
Grecia	0,08 (0,13)	0,54 (0,02)	0,39 (-0,47)	1,70 (-2,11)
Alemania	-0,02 (0,00)	-0,07 (0,09)	-0,06 (0,03)	-0,20 (0,09)
Francia	-0,02 (0,01)	-0,04 (0,11)	-0,04 (0,03)	-0,12 (0,05)
Holanda	-0,03 (0,01)	-0,05 (0,12)	-0,04 (0,03)	-0,15 (0,08)
UEM	0,03	0,32	0,08	0,34
Estados Unidos	-0,01	0,06	-0,02	-0,10
China	-0,01	0,00	-0,01	-0,07

FUENTE: *Growth risks for the EU emanating from global imbalances* [Fic y Orazgani (2013)].

a La respuesta se mide como la desviación promedia anual durante un período de ocho años con respecto al escenario base.

último caso se requiere una reducción del endeudamiento público de magnitud elevada, lo que resulta difícil de conseguir, dadas las inercias a que se enfrentaría ese proceso. La devaluación interna tiene efectos rápidos sobre la competitividad-precio en la medida en que rebaja los costes laborales unitarios y se traslada a una mejora del saldo de la balanza por cuenta corriente. Sus efectos sobre el PIB son menos claros. Por otra parte, cualquiera de las medidas consideradas tiene efectos muy reducidos sobre los restantes países del área y sobre el resto del mundo.

Estos ejercicios ilustran, por lo tanto, la necesidad de aplicar un enfoque amplio y variado que facilite la absorción de los desequilibrios, de manera que los costes reales del ajuste sean los menores posible y se repartan de forma equitativa. En particular, se debe progresar en la consolidación de las finanzas públicas y emprender las reformas que eleven el crecimiento potencial y la competitividad de las economías, y que suministren, al mismo tiempo, la flexibilidad necesaria dentro de una unión monetaria para suplir la carencia de algunos instrumentos tradicionales de estabilización, como el tipo de interés, el tipo de cambio o, incluso, la discrecionalidad fiscal. En este sentido, es cierto que, durante los últimos años, la mayoría de los países afectados por los desequilibrios han introducido reformas en sus mercados de trabajo y de productos llevando a cabo en algunos casos una revisión de sus sistemas de negociación colectiva, de los costes de despido y de los esquemas de protección del desempleo, al mismo tiempo que afrontaban un incremento de la competencia en algunas actividades de servicios que por su elevado potencial de expansión podrían contribuir también a la recuperación económica cuando se reactive la demanda. Pero la magnitud de los retos a los que estos países se enfrentan aconseja mantener y profundizar ese impulso reformador.

## Conclusiones

Desde 2007, algunos Estados miembros de la UEM se hallan inmersos en un proceso intenso de corrección de los desequilibrios macroeconómicos que habían acumulado tras su incorporación al área del euro. El estallido de la crisis financiera internacional ha evidenciado algunos errores cometidos durante la fase de expansión económica en dichos países, asociados a una asignación de recursos excesivamente escorada hacia actividades con poco impacto en el potencial de crecimiento, a una ausencia de impulso reformador de las estructuras productivas —insuficientemente preparadas para facilitar la absorción de perturbaciones— y, en general, a la falta de adecuación de las políticas económicas nacionales

al nuevo entorno de unión monetaria y de incremento de la competencia global. La crisis financiera internacional, transmutada en 2010 en crisis del área del euro, ha puesto en evidencia también insuficiencias graves en el diseño original de la UEM.

Hasta el momento, los países más afectados por la crisis han adecuado su gasto a su capacidad de producción y situado sus precios y costes relativos en niveles más competitivos, si bien el ajuste se ha basado, en gran parte, en una contracción de su demanda, con fuertes efectos desfavorables para la actividad y el empleo. En una unión monetaria, la flexibilidad de precios y de salarios y la movilidad de la mano de obra constituyen los elementos esenciales que permiten minimizar los costes reales que se derivan del ajuste de los desequilibrios. En este sentido, aunque la evidencia no es muy firme todavía, sí existen indicios de que se están sentando las bases para la reasignación de la actividad hacia aquellos sectores con capacidad de generar un mayor impulso de las exportaciones y un crecimiento más sostenido: los costes laborales de las economías deficitarias se han situado en niveles más competitivos y los márgenes empresariales se están recuperando, especialmente en las manufacturas, lo que debería incidir favorablemente sobre la inversión.

Las actuaciones de política económica, a escala tanto europea como nacional, también han colaborado para aliviar y encauzar el proceso de ajuste. En el primer caso, las acciones del BCE han contribuido a la moderación de los costes de financiación de los agentes de estas economías y a evitar escenarios extremos. Además, los avances en la reforma de la gobernanza plasmados en la creación de nuevos mecanismos de supervisión y coordinación de las políticas económicas —así como en la mejora de los ya existentes— y la estricta condicionalidad incorporada en los programas de asistencia financiera han servido como catalizador para la adopción de medidas de reforma estructural por parte de los Gobiernos.

De cara al futuro, en el ámbito de los países, debe ahondarse en la agenda reformadora, con el objetivo de aumentar el grado de flexibilidad de las economías, facilitar la reasignación de los recursos productivos hacia los sectores exportadores e incrementar el crecimiento potencial. En el ámbito del conjunto del área, además de la aplicación rigurosa del nuevo marco reforzado de gobernanza, la constatación de que el diseño inicial de la unión monetaria no era suficientemente sólido ha hecho de su reforma en profundidad —en línea con los acuerdos alcanzados por los jefes de Estado y de Gobierno del área del euro en las cumbres de junio y diciembre de 2012— una condición imprescindible para recuperar la credibilidad del proyecto.

11.7.2013.

## BIBLIOGRAFÍA

- ADALET, M., y B. EICHENGREEN (2007). «Current Account Reversals: Always a Problem?», en R. Clarida (ed.), *G7 Current Account Imbalances: Sustainability and Adjustment*, University of Chicago Press.
- AHEARNE, A. G., B. SCHMITZ y J. VON HAGEN (2007). «Current Account Imbalances in the Euro Area», *CASE Network Studies and Analyses* n.º 345.
- ARGHYRONU, M. G., y G. CHORTAREAS (2007). «Real exchange rates and current account imbalances in the Euro-area», Money Macro and Finance (MMF) Research Group Conference 2006 124, Money Macro and Finance Research Group.
- AUER, R., (2013). *What Drives Target2 Balances? Evidence from a Panel Analysis*, CESifo Working Paper Series, n.º 4216.
- BARKBU, B., J. RAHMAN y R. O. VALDÉS (2012). *Fostering Growth in Europe Now*, IMF Staff Discussion Notes 12/07, Fondo Monetario Internacional.
- BLANCHARD, O. J. (2012). «Lessons from Latvia», iMFdirect, <http://blog-imfdirect.imf.org/2012/06/11/lessons-from-latvia/>.
- BLANCHARD, O. J., y F. GIAVAZZI (2002). *Current Account Deficits in the Euro Area. The End of the Feldstein-Horioka Puzzle?*, MIT Department of Economics Working Paper n.º 03-05.



- BUITER, W. H., E. RAHBARI y J. MICHELS (2011). *The implications of intra-euro area imbalances in credit flows*, Centre for Economic Policy Research, Policy Insight, n.º 57.
- CHEN, R. G., M. MILESI-FERRETTI y T. TRESSEL (2012). *External Imbalances in the Euro Area*, IMF Working Papers, n.º 12/236, Fondo Monetario Internacional.
- CLARIDA, R. H. (2007). *G7 Current Account Imbalances: Sustainability and Adjustment*, NBER Books, National Bureau of Economic Research.
- COMISIÓN EUROPEA (2012). *Current account surpluses in the EU*, *European Economy* 9.
- DARVAS, Z. (2012). «Compositional effects on productivity, labour cost and export adjustments», *Policy Contributions*, n.º 730, Bruegel.
- EICHENGREEN (2010). «Imbalances in the Euro Area» mimeo Universidad de California, Berkeley.
- ESTRADA, Á. (2013). «El saldo de la balanza por cuenta corriente ajustado de ciclo: un análisis para las economías del G-20», *Boletín Económico*, marzo, Banco de España.
- FERNÁNDEZ VILLAVERDE, J., L. GARICANO y T. SANTOS (2013). «Political Credit Cycles: the Case of the Eurozone», de próxima publicación en *Journal of Economic Perspectives*.
- FIC, T., y A. ORAZGANI (2013). «Growth risks for the EU emanating from global imbalances», *European Economy. Economic Papers*, 483, abril, Bruselas.
- FONDO MONETARIO INTERNACIONAL (2012). *Pilot external sector report*, 2012.
- GAULIER, G., y V. VICARD (2012). «Current account imbalances in the euro area: competitiveness or demand shock?», Quarterly selection of articles, *Bulletin de la Banque de France*, n.º 27, Banco de Francia.
- GIAVAZZI, F., y L. SPAVENTA (2011). «Why the current account may matter in a monetary union: lessons from the financial crisis in the euro area», en Miroslav Beblavý, David Cobham y L'udovit Ódor (eds.), *The Euro Area and the Financial Crisis*, Cambridge University Press.
- JAUMOTTE, F., y P. SODSRIWIBOON (2010). *Current Account Imbalances in the Southern Euro Area*, IMF Working Papers, n.º 10/139, Fondo Monetario Internacional.
- KEHOE, T. J., y K. J. RUHL (2009). «Sudden stops, sectoral reallocations and the real exchange rate», *Journal of Development Economics*, vol. 89 (2).
- KRUGMAN, P. (2011). «Can Europe be Saved?», *The New York Times*, 12 de enero.
- LANE, P. R., y G. M. MILESI-FERRETTI (2012). «External adjustment and the global crisis», *Journal of International Economics*, vol. 88 (2).
- LANE, P. R. (2013). «Capital flows in the Euro Area», *European Commission, Fellowship initiative*, The future of EMU.
- MENDOZA, E. G. (2010). «Sudden Stops, Financial Crises, and Leverage», *American Economic Review*, vol. 100 (5).
- MERLER, S., y J. PISANI-FERRY (2012). «Sudden stops in the euro area», *Policy Contributions* n.º 718, Bruegel.
- MOLINAS, C. (2013). *Qué hacer con España*, Ediciones Destino.
- SINN, H.-W. (2011). «The ECB's stealth bailout», VoxEU.org, 1 de junio.
- SINN, H.-W., y T. WOLLMERSHÄUSER (2011). *Target Loans, Current Account Balances and Capital Flows: The ECB's Rescue Facility*, CESifo Working Paper Series n.º 3500, CESifo.
- WOLFF, G. B. (2012). «Arithmetic is absolute: euro area adjustment», *Policy Contributions*, n.º 724, Bruegel.

