

# Crecimiento liderado por las exportaciones en la eurozona: beneficios y costes

Raymond Torres\*

**El patrón de crecimiento de la eurozona se ha basado principalmente en el dinamismo de sus exportaciones, hasta el punto de alcanzar el superávit más abultado del mundo. El elevado nivel de ahorro que ello representa no se está traduciendo, sin embargo, en un impulso equivalente de la inversión en la economía real, habiéndose destinado en buena medida a inversiones financieras en el exterior, cuyas tasas de rentabilidad están en claro descenso y sometidas a una alta variabilidad. En un contexto de tensiones geopolíticas globales, este modelo de crecimiento puede estar agotando su recorrido. En paralelo, la ausencia de palancas internas de crecimiento de la eurozona parece obedecer en gran medida a una falta de oportunidades de inversión, algo que no cuadra con las carencias en materia de infraestructuras, las exigencias de la transición energética y la cuarta revolución industrial. De algún modo, la pauta descendente de la demanda interna de Europa es un reflejo de los acuerdos que rigen la participación de los países que han adoptado la moneda única. Dichos acuerdos tienden a empujar a los países a aplicar políticas que acentúan el impacto de las fases contractivas y limitan los beneficios de las fases expansivas; en suma, un patrón de comportamiento procíclico, que tiende a afectar a la evolución macroeconómica a largo plazo.**

Según sus últimas proyecciones macroeconómicas de junio, el Banco Central Europeo (BCE) prevé que la economía de la eurozona registre este año un crecimiento de tan solo un 1,2%, lo que representa un importante recorte respecto al anterior ejercicio de proyecciones publicado el pasado otoño (BCE, 2019). La economía se recuperaría ligeramente el próximo año, pero seguiría creciendo por debajo de su potencial.

Para explicar esta ralentización imprevista y de tal calibre se ha tendido a aludir a una conjunción de factores externos adversos: la intensificación de las tensiones proteccionistas, una desaceleración algo abrupta de la economía china y las turbulencias en las economías emergentes causadas por el reequilibrio de las políticas en Estados Unidos. Todas estas son fuerzas poderosas. En concreto, se estima que el comercio mundial mostrará un

\* Funcas.

crecimiento decepcionante del 0,7%, frente al casi 5% del año pasado<sup>1</sup>. Ello afecta especialmente al sector manufacturero, así como a las economías más orientadas a la exportación, como Alemania. El impredecible resultado del proceso del *brexít* aporta una fuente adicional de incertidumbre, mientras que factores especiales, como el ajuste mundial del sector del automóvil, también tienen relevancia.

Ahora bien, con ser estos factores externos o temporales indudablemente importantes, hay otra posible explicación para la actual evolución del crecimiento: las restricciones internas, es decir, aquellas cuyo origen está dentro de la propia Europa. Prestar atención a tales restricciones internas resulta crucial, pues —a diferencia de las externas, que quedan en buena parte fuera de su ámbito de maniobra— los responsables europeos de políticas pueden actuar sobre ellas. El presente artículo se propone describir el modelo de crecimiento liderado por el sector exportador, analizar los costes asociados a ello y debatir el papel que las políticas macroeconómicas desempeñan en la corrección de los desequilibrios económicos.

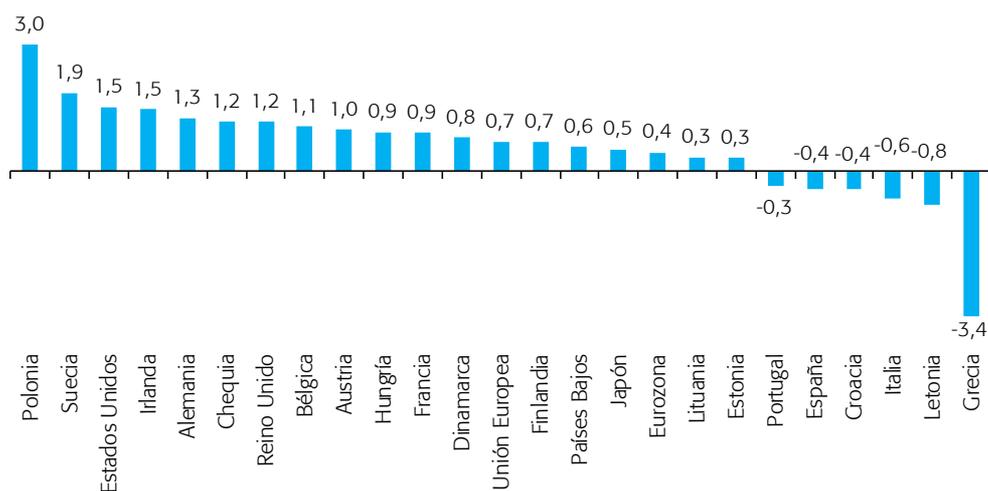
## El sector exterior como alternativa a la escasez crónica de fuentes internas de crecimiento

Es un hecho que el motor interno del crecimiento económico ha mostrado cierta debilidad en la eurozona. A la introducción del euro le siguió un periodo inicial de crecimiento relativamente sólido de la demanda interna que se obtiene sumando consumo e inversión. De media, durante el periodo 2000-2007, la demanda interna aumentó un aceptable 1,9% anual, casi tanto como en el conjunto de países no miembros de la eurozona. Sin embargo, desde que se inició la crisis, el comportamiento de este agregado se ha deteriorado de forma acusada. Las dos economías europeas que más crecen, Polonia y Suecia, no forman parte del grupo de la moneda única (gráfico 1). Fuera de Europa, EE.UU. —el que fue epicentro de la crisis— supera a la eurozona por un amplio margen. Incluso Japón muestra un dinamismo marginalmente mejor. La única excepción a este patrón general poscrisis es Alemania, si bien su economía venía de registrar tasas de crecimiento mediocres en la fase anterior a la crisis: en el conjunto del periodo 2000-2018, la

Gráfico 1

### Crecimiento de la demanda interna entre 2007 y 2018

(Tasa media de crecimiento anual, en porcentaje)



Fuente: Estimaciones propias del autor con base en datos de Eurostat.

<sup>1</sup> Para un examen detallado de las tendencias de la política comercial, véase Begg (2019).

demanda interna de Alemania creció menos que la media europea y que la de EE.UU.

El periodo posterior a 2007 abarca, por supuesto, tanto los años de crisis propiamente dichos como una fase de recuperación. Pero el comportamiento ha sido inferior a los estándares internacionales en ambos casos. Así, la demanda interna de la eurozona no solo acusó un mayor impacto por la crisis que el resto de la UE o que EE.UU., sino que la recuperación comenzó en ella más tarde y resultó, en general, menos intensa en promedio que en los otros países. Nuevamente, solo Japón pareció registrar la misma debilidad en términos de demanda interna.

Se podría argumentar que ese anémico ritmo de crecimiento de la demanda es solo el resultado de promediar a los países participantes, algunos de los cuales acusan dificultades por el corsé de la moneda única. Frente a ese argumento, conviene señalar que incluso algunas de las economías centrales de la eurozona muestran un desempeño no particularmente brillante comparadas con sus homólogas de fuera de la eurozona. Por ejemplo, el crecimiento económico de Finlandia ha sido inferior al de Suecia (cuando fue similar durante el periodo previo a la introducción del euro). Otro tanto sucede al comparar Francia o España con el

Reino Unido o, como ya se ha citado, a Alemania con EE.UU. Por no mencionar a Italia, que se ha convertido en un caso anómalo en sí mismo. Este país afronta un estancamiento del gasto real desde la entrada en circulación del euro, lo que puede explicar el pesimismo imperante a día de hoy entre la mayoría de ciudadanos italianos en torno a sus perspectivas económicas y a las de la generación de sus hijos.

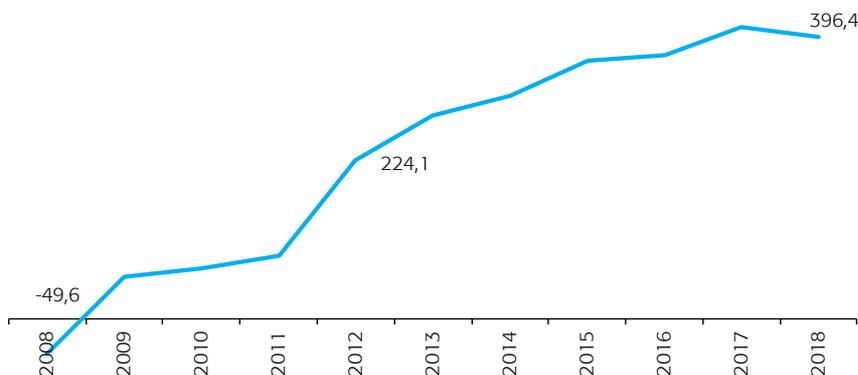
*Mientras que antes de la crisis la balanza conjunta por cuenta corriente de la eurozona presentaba un saldo prácticamente equilibrado, en 2018 ha pasado a reflejar un superávit cercano a los 400.000 millones de euros, el más abultado del mundo.*

La fase de recuperación obedece fundamentalmente a la capacidad de los países de la eurozona para aprovechar las oportunidades de unos dinámicos mercados de exportación, constituidos en la única forma posible de suplir la anémica demanda interna. La consecuencia ha sido un creciente superávit por cuenta corriente, que ha alcanzado proporciones históricas (gráfico 2). Así, mientras que antes de la crisis la balanza conjunta por cuenta corriente de la eurozona presentaba un saldo prácticamente

Gráfico 2

### Saldo de la balanza por cuenta corriente de la eurozona frente al resto del mundo

(Capacidad de financiación neta, en miles de millones de euros)



Fuente: Banco Central Europeo.

equilibrado, en 2018 ha pasado a reflejar un superávit cercano a los 400.000 millones de euros, casi el 3,8% del PIB total.

Y lo que es más llamativo: dicho superávit es el más abultado del mundo, doblando al de China. También representa a grandes rasgos dos terceras partes del déficit estadounidense, una de las motivaciones que se hallan detrás del (contra-productivo) discurso proteccionista esgrimido por aquel país. Es asimismo interesante observar que la eurozona mantiene un considerable superávit con respecto al Reino Unido, y es difícil calibrar hasta qué punto tan importante desequilibrio podrá sostenerse en caso de que llegue a producirse el *brexit*.

## Costes de una profunda dependencia de la demanda externa

Este patrón de crecimiento, impulsado por las exportaciones, no supone necesariamente un problema. La demanda interna puede tomar el relevo de las exportaciones como motor económico cuando estas últimas desfallezcan. Además, una fuerte propensión al ahorro puede allanar el terreno para una inversión más vigorosa a medio y largo plazo. Y, en cualquier caso, cabría la posi-

bilidad de que los países europeos muestren una fuerte preferencia por la infrainversión y por colocar su exceso de ahorro en el exterior. Este podría ser, de hecho, un modo eficaz de sostener sus niveles de vida gracias a las rentas generadas por las inversiones exteriores.

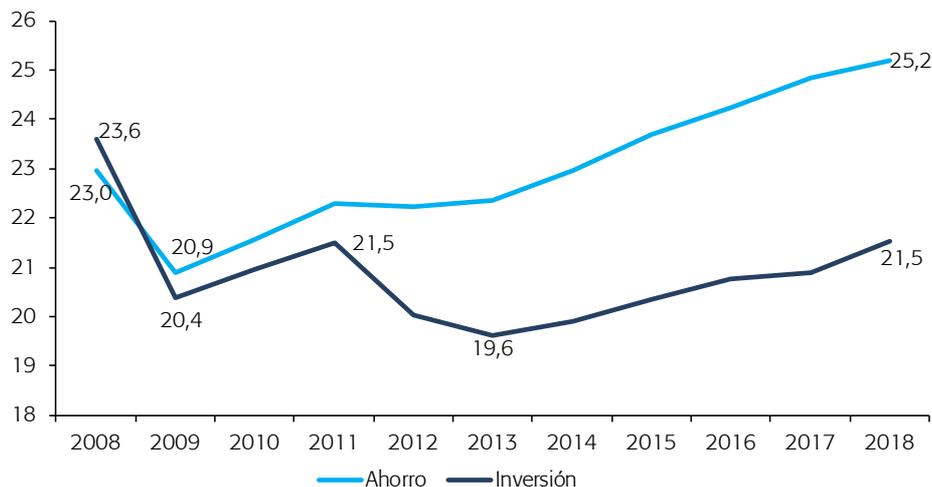
Ahora bien, estas ventajas potenciales del modelo sustentado en la exportación que hasta ahora ha prevalecido en la eurozona no parecen ratificadas por los hechos. Primero, porque, como muestran las tendencias recientes, la demanda interna no está llenando el hueco dejado por la ralentización de la actividad exportadora.

Segundo, y más importante, los crecientes volúmenes de ahorro nacional no se están traduciendo en un impulso a la inversión en capacidad productiva de la eurozona, que muestra de hecho un estancamiento, cuando no una tendencia descendente (gráfico 3). El ahorro nacional (que comprende ahorro privado y público) ha aumentado de forma ininterrumpida desde su mínimo de 2009, llegando a suponer más de una cuarta parte de la renta nacional; un máximo histórico y un esfuerzo aún más impresionante visto bajo un prisma internacional. En contraste, la inversión ha mostrado una

Gráfico 3

### Ahorro e inversión de la eurozona

(En porcentaje del PIB)



Fuente: Estimaciones propias del autor con base en datos de AMECO.

tendencia descendente que le llevó a tocar suelo en 2013, para a continuación recuperarse tímidamente. Como porcentaje del PIB, la inversión de la eurozona se sitúa en un 21,5%, claramente por debajo del nivel anterior a la crisis. Esto debería ser motivo de preocupación, habida cuenta que Europa necesita más inversión, incluso en países centrales como Alemania, donde existen carencias en infraestructuras y en otras áreas. Para Europa en su conjunto, una mayor inversión es indispensable para realizar una transición exitosa a la “economía verde” y para sumarse a la cuarta revolución industrial. Por tanto, puede afirmarse que el creciente superávit exterior refleja el hecho de que Europa es cada vez menos capaz de movilizar su ahorro hacia inversiones en la economía real. El resultado es que debe exportar su capacidad de financiación a otros países.

Podría alegarse que las oportunidades de inversión en Europa son menos atractivas que las existentes en otras partes del mundo. Pero, y esta es una tercera razón de que el actual modelo basado en la exportación sea problemático, los ingresos generados por los activos exteriores están descendiendo y podrían situarse incluso por debajo de la tasa de rentabilidad generada por inversiones equivalentes en Europa.

Así, entre 2007 y 2018, los activos totales acumulados en el exterior por los países de la eurozona crecieron hasta más del doble, pasando de 12,5 a 26,5 billones de euros. Tan significativo incremento puede explicarse por la acumulación de superávits por cuenta corriente, ajustados por oscilaciones al alza o a la baja como resultado de la variación de los tipos de cambio y otros factores de valoración. Durante el mismo periodo, la cifra de ingresos procedentes de los activos invertidos en el extranjero aumentó tan solo en un 16%, de 0,6 a 0,7 billones de euros. En otras palabras, la tasa de rentabilidad de los activos exteriores se ha reducido casi a la mitad (gráfico 4).

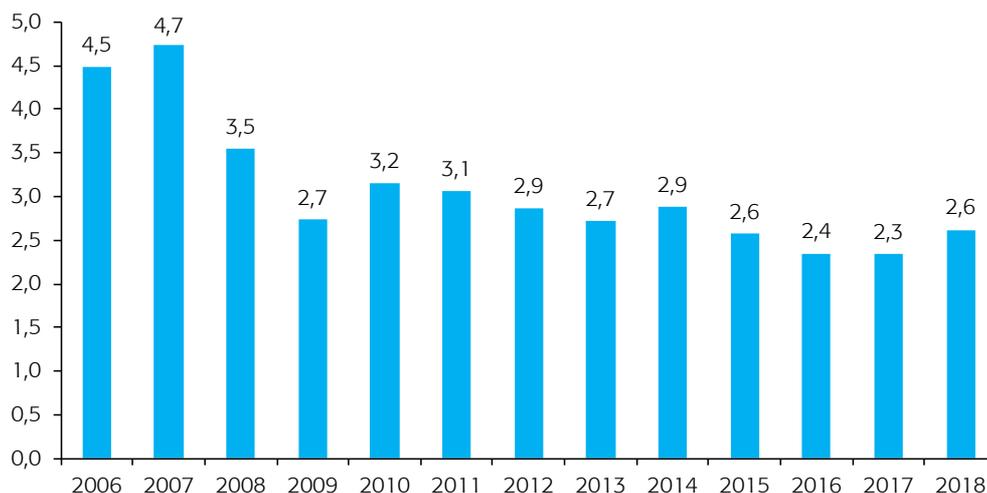
*Como porcentaje del PIB, la inversión de la eurozona se sitúa en un 21,5%, claramente por debajo del nivel anterior a la crisis. Esto debería ser motivo de preocupación, habida cuenta que Europa necesita más inversión, incluso en países centrales como Alemania, donde existen carencias en infraestructuras y en otras áreas.*

Con un 2,6%, la tasa de rentabilidad sobre los activos no solo es relativamente baja (sobre

Gráfico 4

### Tasa de rentabilidad estimada sobre los activos exteriores de la eurozona

(Porcentaje de los activos exteriores)



Fuente: Estimaciones propias del autor con base en datos del BCE.

todo teniendo en cuenta los beneficios que pueden obtenerse en Europa), sino que su sostenibilidad está también sujeta a una considerable incertidumbre. De hecho, atendiendo a la composición de los activos exteriores, prácticamente dos terceras partes corresponden a inversiones de cartera y otras posiciones financieras, cuyo valor y rentabilidad pueden fluctuar en función de la variación imprevista de las condiciones externas. El tercio restante está formado por inversión extranjera directa, que suele ofrecer unos ingresos más estables que la inversión en activos financieros. El gráfico 5 muestra cómo se han invertido en el extranjero los superávits por cuenta corriente, y subraya el predominio de las inversiones financieras por encima de las dirigidas a la economía real.

Es un hecho que las posiciones en inversiones financieras pueden experimentar considerables pérdidas en su valor de mercado, sobre todo si las comparamos con la inversión extranjera directa<sup>2</sup>. Esto puede apreciarse observando la

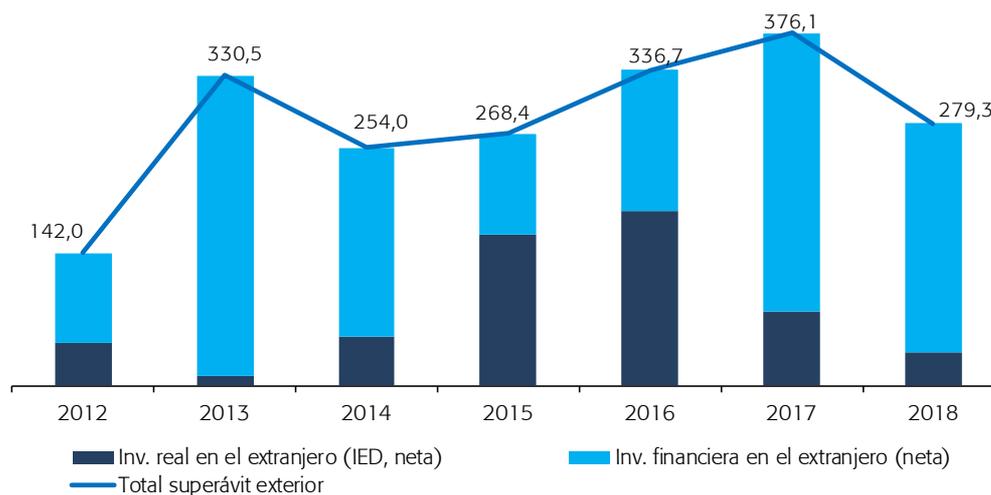
posición de los activos exteriores de los países de la eurozona, según los datos del BCE (cuadro 1, que excluye los activos exteriores que cada país miembro de la eurozona posee frente a otros países miembros de la zona). Así, por ejemplo, en 2018, las variaciones del tipo de cambio u otros movimientos de los precios tuvieron por efecto unas pérdidas de alrededor de 237.000 millones de euros. Esto contrasta con las ganancias de 127.000 millones en el caso de la inversión extranjera directa (IED).

En resumen, la posición acreedora neta de la eurozona solo ha servido en parte para impulsar el potencial de generar ingresos estables en el futuro<sup>3</sup>. Esto parece obedecer en gran medida a una falta de suficientes oportunidades de inversión en Europa, y no a una escasa rentabilidad. De hecho, los beneficios empresariales continúan siendo bastante holgados y superan el gasto en inversión, hasta el punto de generar una considerable capacidad de financiación neta del sector corporativo en su conjunto (gráfico 6). Ello

Gráfico 5

### ¿Cómo está invertido en el extranjero el superávit exterior de la eurozona?

(Balanza financiera, flujos netos de IED e inversiones de cartera y financieras en el exterior, miles de millones de euros)



Fuente: Estimaciones propias del autor con base en datos del BCE.

<sup>2</sup> Esta peculiaridad ya fue señalada por Darvas y Hüttl (2017).

<sup>3</sup> Una primera investigación sobre este problema puede encontrarse en Wajda-Lichy (2015).

Cuadro 1

**Variación de activos en el exterior por países de la eurozona, 2018**

(En miles de millones de euros)

Variación total de activos en el exterior (=A+B, o 1+2)	161
resulta de:	
1. nuevas inversiones exteriores	271
2. revalorización de activos existentes (signo - indica pérdida)	-110
<b>A.Variación en posición IED en el exterior (=3+4)</b>	<b>-134</b>
resulta de:	
3. nueva IED en el extranjero	-261
4. revalorización de activos existentes (signo + indica ganancia)	127
<b>B.Variación en posición en inversión financiera en el exterior (5+6)</b>	<b>295</b>
resulta de:	
5. nueva inversión financiera en el exterior	532
6. revalorización de activos existentes (signo - indica pérdida)	-237

Fuente: Estimaciones propias del autor con base en datos del BCE.

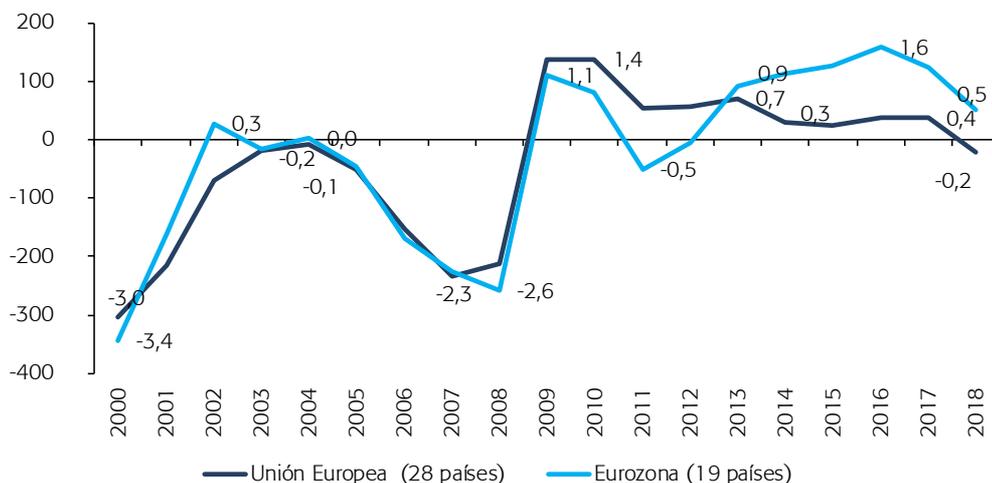
contrasta con la situación habitual, en la que las empresas necesitan pedir prestados fondos para modernizar su capacidad de expansión existente,

y subraya el impacto de la pauta descendente de la demanda interna que ha tendido a dominar en la eurozona.

Gráfico 6

**Las empresas de la eurozona acumulan un excedente financiero extraordinariamente elevado**

(Capacidad de financiación neta de las empresas no financieras, porcentaje del PIB)



Fuente: Eurostat.

## Papel de las políticas macroeconómicas en el reequilibrio de la economía

Investigar a fondo los orígenes de la pauta descendente de la demanda interna que, como se ha demostrado más arriba, caracteriza a la economía de la eurozona excede el alcance del presente artículo. No obstante, es útil detenerse sobre el papel clave que desempeñan a este respecto las políticas macroeconómicas.

En esencia, puede sostenerse que la pauta descendente de la demanda interna de Europa es un reflejo de los acuerdos que rigen la participación de los países que han adoptado la moneda única. Dichos acuerdos tienden a empujar a los países a aplicar políticas que acentúan el impacto de las fases contractivas y limitan los beneficios de las fases expansivas; en suma, un patrón de comportamiento procíclico, que tiende a afectar a la evolución macroeconómica a largo plazo (Torres, 2018).

Para observar esto, vale la pena recordar dos peculiaridades de la eurozona. La primera es que los gobiernos nacionales no pueden acudir directamente a los bancos centrales para financiar sus operaciones. Se benefician indirectamente a través de cualquier compra de deuda pública que el BCE realice en los mercados secundarios, pero ello está sujeto a determinadas condiciones, lo que, en la práctica, hace a los gobiernos proclives a políticas fiscales procíclicas.

En segundo lugar, la eurozona no posee una capacidad fiscal adecuada para suplementar los (limitados) intentos de los países individuales de contrarrestar el ciclo. En el supuesto de que un país se viera afectado de manera excepcional por una perturbación, siempre es posible acceder a fondos de gestión de crisis. Pero dichos fondos están sujetos a una estricta condicionalidad y tienen plazos de implementación largos, además de conllevar un estigma que hace que en la práctica los gobiernos sean reacios a optar por esta solución.

En vista de las limitaciones a la política fiscal, la política monetaria ha ayudado, hasta cierto punto, a contrarrestar la pauta descendente de la demanda. El BCE ha desarrollado un conjunto de herramientas heterodoxas —una combinación de niveles ultra bajos de tipos de interés, compras de bonos de los gobiernos de la zona y apoyo al crédito bancario— que han funcionado eficazmente como mecanismo anticíclico, a través de la persecución de un nivel concreto de inflación (*targeting*). Hay evidencias de que tales políticas heterodoxas han relajado las condiciones financieras en Europa (Alcaraz *et al.*, 2019).

Sin embargo, la efectividad de estas políticas está llegando a su límite<sup>4</sup>. En primer lugar, la estrategia del BCE podría estar encontrándose con limitaciones técnicas, en concreto en lo que respecta a uno de sus pilares más exitosos, el programa de compras de activos. El BCE ha acordado adquirir nuevos bonos a medida que los que posee vayan venciendo, y ello con la intención de mantener constante el valor total de los bonos en cartera. Según las decisiones adoptadas recientemente, esta política de reinversión del principal que venza se mantendrá durante un periodo prolongado, y bien entrados en 2020. No obstante, la tarea es cada vez más compleja, ya que el descenso tendencial de los déficits públicos en el conjunto de la eurozona se ha traducido en una reducción de la oferta de bonos disponibles en el mercado. La escasez de bonos ya es evidente<sup>5</sup>, como demuestra el mínimo récord que marcan los costes de financiación. Por ejemplo, el bono a 10 años del gobierno español se coloca a un tipo de interés inferior al 0,3%, el más bajo de toda la historia del país, y en Alemania el tipo de interés de la deuda pública es incluso negativo. La única excepción a esto es Italia, pero ello es reflejo de la agudización de los riesgos específicos del país.

En segundo lugar, en ausencia de otras palancas de crecimiento, el prolongado estímulo monetario podría terminar llegando al destinatario equivocado. En algunos casos, estas medidas podrían

<sup>4</sup> Esta discusión se basa en Torres (2019).

<sup>5</sup> Para una discusión detallada de la situación de oferta y demanda en los mercados europeos de deuda, véase Carrión (2019).

servir para dar apoyo a empresas “zombis”, que solo sobreviven gracias a la disponibilidad de crédito barato. En contraste, las políticas monetarias podrían tener efectos inapreciables en el estímulo del crédito a empresas frontera o inversiones innovadoras, las cuales, a diferencia de las “zombis”, no requieren demasiado crédito en el contexto de unas perspectivas de demanda inciertas y beneficios elevados.

En tercer lugar, la política monetaria no puede resolver las divergencias entre países; una buena ilustración es el caso de Italia. La economía italiana lleva sumida en el estancamiento desde la introducción del euro, lo que ha conducido a un descenso de los niveles de vida sin precedentes en la historia económica moderna de ese país. Además, la inversión empresarial se ha visto duramente golpeada, comprometiendo las perspectivas a largo plazo. Ya se observa una productividad inferior a la de las economías competidoras, y muestra ganancias exiguas. Es lo que se conoce como una “trampa de bajo crecimiento”: las desalentadoras perspectivas económicas no solo afectan a la inversión, sino que empujan a los jóvenes cualificados italianos a emigrar. Esto empeora la situación demográfica del país y deprime aún más las perspectivas futuras, todo lo cual prefigura un contexto desfavorable desde el punto de vista de la sostenibilidad de la deuda. Conscientes de ello, los mercados demandan una prima más alta para adquirir bonos italianos, lo que ejerce nueva presión sobre la economía.

---

*En ausencia de otras palancas de crecimiento, el prolongado estímulo monetario podría terminar llegando al destinatario equivocado: empresas “zombis”, que solo sobreviven gracias a la disponibilidad de crédito barato. En contraste, las políticas monetarias podrían tener efectos inapreciables en el estímulo del crédito a empresas frontera o inversiones innovadoras.*

---

El margen que tienen las políticas internas para sacar al país de esta trampa es muy limitado. Pese

a la postura acomodaticia del BCE, los tipos de financiación para las empresas y las familias italianas siguen siendo relativamente altos. Así que a Italia le convendrían nuevas medidas de relajación monetaria y una depreciación del tipo de cambio. Pero tal actuación no encajaría con las circunstancias de la mayoría del resto de economías europeas, lo que la hace inviable. La política fiscal, a su vez, está constreñida por las normas vigentes. Además, su eficacia está tanto más limitada por cuanto los tipos de interés sobrepasan la tasa prevista de rentabilidad de la inversión; Italia es una de las pocas economías europeas en las que la rentabilidad del bono del Estado a 10 años supera la tasa potencial de crecimiento de la economía.

Quedan pocos instrumentos disponibles. Por supuesto, uno de ellos y de una necesidad perentoria son las reformas, en particular la que atañe a los préstamos dudosos, que siguen lastrando el crédito bancario. Sin embargo, cualquier reforma que se adopte, aun siendo crucial, llevará tiempo para que sus efectos se transmitan a la economía e impulsen el crecimiento.

En definitiva, la política monetaria por sí sola no puede resolver el problema del exceso de ahorro que actualmente caracteriza a la eurozona y que está en la base misma de las fuerzas deflacionistas.

## Conclusiones

El modelo de crecimiento de Europa, con su fuerte dependencia de las exportaciones para compensar la escasez crónica de palancas de crecimiento internas, está agotando su recorrido. Esto, sin duda, se debe en parte a las tensiones geopolíticas globales. Una razón menos evidente es que la abultada posición acreedora de la eurozona (300.000 millones de euros de ahorro invertidos en el resto del mundo, con unas rentabilidades cada vez más impredecibles) carece progresivamente de sentido desde una perspectiva económica, como se ha demostrado más arriba. Esto aboga por un replanteamiento de la postura de política macroeconómica de la eurozona y por un fortalecimiento de su arquitectura institucional.

## Referencias

- ALCARAZ, C., CLAESSENS, S., CUADRA, G., MARQUES-IBAÑEZ, D. y SAPRIZA, H. (2019). Whatever it takes: what's the impact of major nonconventional monetary policy intervention? *ECB Working Papers*, 2249, marzo.
- BCE (2019). *Eurosystem staff macroeconomic projections for the euro area*. Junio. Disponible en: [www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)
- BEGG, I. (2019). *Trade policy at a turning-point*. Funcas Europe. Disponible en: [www.funcas.es/funcaseurope](http://www.funcas.es/funcaseurope)
- CARRIÓN, M. (2019). *The financial challenges facing the EMU*. Funcas Europe. Disponible en: [www.funcas.es/funcaseurope](http://www.funcas.es/funcaseurope)
- DARVAS, Z. y HÜTTL, P. (2017). Returns on foreign assets and liabilities: exorbitant privileges and stabilizing adjustments. *Bruegel Working Paper*, 07, noviembre.
- TORRES, R. (2018). European fiscal policy: Situation and reform prospects. *Spanish Economic and Financial Outlook*, 7(5), septiembre. Disponible en [www.sefo.funcas.es](http://www.sefo.funcas.es)
- (2019). *ECB moving into new territory*. Funcas Europe. Disponible en: [www.funcas.es/funcaseurope](http://www.funcas.es/funcaseurope)
- WAJDA-LICHY, M. (2015). Excessive current account surpluses in euro zone economies –problem of particular economies or the euro area as a whole? *Journal of International Studies*, 8(3), pp. 99-111.