

## LOS DESEQUILIBRIOS POR CUENTA CORRIENTE Y LA CRISIS EN LA EUROZONA

ISIDRO FRÍAS PINEDO / ROSARIO DÍAZ VÁZQUEZ / ANA IGLESIAS CASAL  
Universidad de Santiago de Compostela

Recibido: 23 de febrero de 2012

Aceptado: 7 de mayo de 2012

**Resumen:** En este trabajo estudiamos los factores que determinan la sostenibilidad de los déficits corrientes en el área euro y su vinculación con la crisis, centrándonos en especial en España. La estimación de las ecuaciones de comercio exterior españolas muestran una situación sostenible de los déficits que podrían haberse alcanzado disminuyendo el diferencial de crecimiento entre España y sus socios, especialmente a través de dos vías: en primer lugar, con una actuación concertada en la Unión Monetaria Europea (UME) que aumentase la demanda agregada en los países centrales por encima de los periféricos, aliviando las presiones de la crisis; y, en segundo lugar, con una reducción del componente procíclico introducido por las variables monetarias y crediticias.

**Palabras clave:** Déficit por cuenta corriente / Desequilibrios en la eurozona / Unión Monetaria Europea / Comercio exterior en España / Modelos de corrección de error / Modelos econométricos de comercio exterior.

### CURRENT ACCOUNT IMBALANCES AND THE CRISIS IN THE EURO AREA

**Abstract:** In this paper we study the factors that explain the sustainability of current account imbalances in the Euro area and its relation with the economic crisis, addressing specifically the case of Spain. Estimation of foreign trade equations for Spain shows that a sustainable situation for trade imbalances could have been reached in two ways. Firstly, through an agreed actuation implemented in order to rise aggregated demand in central states over that in countries in the periphery. Secondly, controlling the pro cyclical movements promoted by monetary and credit variables.

**Keywords:** Current account imbalances / Imbalances in the Euro Area / European Monetary Union / Foreign trade in Spain / VEC models / Foreign trade equations estimation.

## 1. INTRODUCCIÓN

Hasta el año 1973 la economía mundial estuvo operando bajo un sistema de tipos de cambio fijos con respecto al dólar, en el que los bancos centrales intervenían de forma continua para mantener los tipos de cambio dentro de los niveles acordados internacionalmente. Con posterioridad, los países industrializados operaron en un sistema mixto de tipos de cambio flexibles intervenidos. En este escenario, algunos países constituyeron uniones cambiarias –la más importante de estas uniones ha sido el *Sistema Monetario Europeo (SME)*– por las que sus miembros acordaron fijar los tipos de cambio de sus monedas, permitiendo que estas fluctuasen con respecto a las monedas de terceros países.

La culminación del SME ha sido la puesta en circulación de la moneda única europea en enero de 2002, que ha venido a alterar el marco de referencia que regía las relaciones financieras entre los países, principalmente entre los Estados miembros de la Unión Económica y Monetaria (UEM). Consustancial con este proceso ha sido la intensificación de las relaciones comerciales entre estos países integrados en la UEM. Las autoridades económicas de los Estados miembros de la UEM han tenido que alcanzar su objetivo básico de contrarrestar las perturbaciones económi-

cas que originan las fluctuaciones del producto, el empleo y la inflación en un entorno diferente. En una situación en la que no es posible recurrir a la modificación de los tipos de cambio nominales, alcanzar los objetivos de equilibrio interno sin el sacrificio del equilibrio externo ha resultado a muchos Estados una cuestión complicada.

Aunque la atención de la opinión pública se ha centrado en la deuda soberana y en los desequilibrios del sector público, los desequilibrios externos no han sido irrelevantes en el proceso de crisis al que se enfrenta el área euro en la actualidad. Como muestran algunos análisis, existe una fuerte relación entre las primas de riesgo y varios indicadores de la deuda externa<sup>1</sup> (Gros, 2011; FMI, 2010; Barrios *et al.*, 2009).

En relación con los desequilibrios corrientes, hay un hecho en el área euro que ha requerido atención: mientras que esta área en su conjunto se ha mantenido como un espacio prácticamente cerrado al exterior desde el comienzo de la UEM, los países de la periferia han experimentado déficit corrientes persistentes frente a los fuertes superávits de algunos países centrales –en especial, de Alemania y Holanda–.

La literatura que se aproxima a los desequilibrios por cuenta corriente que se han producido en el área euro tiene su punto de arranque en el trabajo de Blanchard y Giavazzi (2002)<sup>2</sup>. En este estudio, realizado en una fase aún muy temprana de la moneda única, los autores consideraban que esos desequilibrios respondían a lo que la teoría sugiere que debe suceder en un proceso de mayor integración comercial y financiera: un incremento de la inversión en los países más pobres, debido a sus mayores tasas de retorno esperadas, y una disminución en su ahorro, en la medida en que se trata de los países con mejores perspectivas de crecimiento. Lo contrario se observaría en los países más ricos. Se trataría, por lo tanto, de un proceso necesario para la convergencia de los más pobres.

Posteriormente, algunos estudios han confirmado la existencia dentro del área euro de esos flujos de capital desde los países con una elevada renta *per capita* hacia los de baja (Schmitz y Von Hagen, 2011; Lane, 2010). Según las estimaciones de Schmitz y Von Hagen (2011), los países periféricos habrían experimentado déficit tanto frente al resto de los países del eurosistema como frente al resto del mundo, mientras que Alemania y Holanda habrían mantenido fuertes superávits frente al eurosistema que se habrían compensado, al menos en parte, con déficit con el resto del mundo. Esto es, en palabras de los autores, Alemania y Holanda tendieron a tomar prestado del resto del mundo y a prestar a otros países de la UE, “*posicionándose así como intermediarios financieros en Europa*” (p. 1683). Sin embargo, el estallido de la crisis financiera y los subsecuentes problemas de deuda soberana han puesto en tela de juicio que esos flujos financieros se hayan visto acompañados por el esperado proceso de convergencia de los países periféricos.

---

<sup>1</sup> En general, se puede asumir que existe un límite para el cociente del déficit exterior con respecto al PIB y de la deuda externa con respecto al PIB más allá del cual los mercados se ponen nerviosos y un país es incapaz de conseguir más crédito.

<sup>2</sup> Como ellos mismos indican, su trabajo persigue contrastar la hipótesis de Ingram.

Ante estas dudas, hay un aspecto positivo que consideramos que debe ser resalado: a pesar del deterioro de sus saldos por cuenta corriente entre los años 2000 y 2007, la mayoría de los países periféricos –en concreto, España, Grecia e Irlanda– no vieron disminuir su participación en el total de exportaciones del área euro y, en general, fueron sus importaciones las que reaccionaron más intensamente al avance del proceso integrador. Es este el hecho sobre el que centramos nuestro análisis y lo que explica que, en lugar de adoptar la perspectiva ahorro-inversión antes expuesta, recurramos a la visión complementaria que proporciona el modelo de crecimiento de Thirlwall.

En esos modelos, la diferencia entre las elasticidades-ingreso de las ecuaciones de exportaciones e importaciones es lo que constituye el elemento clave de los problemas de la periferia y del éxito del centro (Thirlwall, 1983). Las divergencias entre las tasas de crecimiento de los países se deben a diferencias en las tasas de crecimiento de equilibrio, asociadas principalmente con diferencias en las elasticidades-ingreso de la función de demanda de exportaciones e importaciones; temporalmente, la entrada de capitales foráneos puede actuar como un elemento compensador y flexibilizar la anterior relación.

Este trabajo se centra en el estudio de los factores que determinan la sostenibilidad de los déficit corrientes en el área euro y su vinculación con la crisis. Aunque sería de interés extender el análisis a todos los periféricos, estudiamos esos factores en el caso español con el fin de obtener resultados más precisos.

El artículo se estructura del siguiente modo. En la sección 2 revisamos la evolución de las importaciones y las exportaciones en países de la UEM; en la sección 3 presentamos algunos hechos estilizados referidos a lo acontecido en los países periféricos desde la perspectiva del ahorro y la inversión; en la sección 4, exponemos las principales características del modelo de crecimiento de Thirlwall; en la sección 5 estudiamos, desde la estimación de esos modelos, la evolución de la competitividad real en España; en la sección 6 nos preguntamos, por un lado, si los gobiernos deberían haber intervenido para corregir estos desequilibrios y, por otro, por qué los déficit corrientes son relevantes en el área euro cuando son irrelevantes en otras áreas monetarias. Por último, presentamos las principales conclusiones del trabajo.

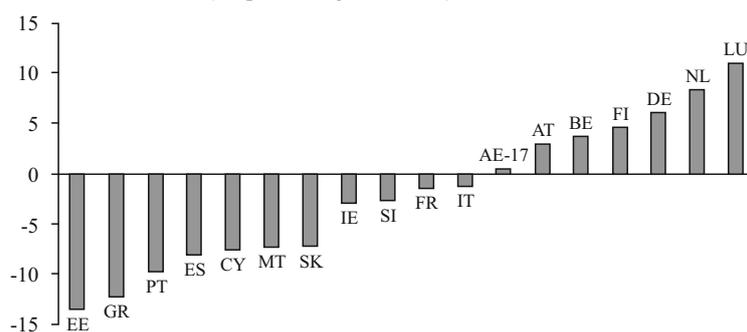
## **2. EVOLUCIÓN DEL COMERCIO EXTERIOR EN LOS PAÍSES DE LA UEM**

En el área euro cabe destacar dos hechos que requieren atención:

- En conjunto, el área euro ha actuado como un espacio prácticamente cerrado al exterior en términos de balanza por cuenta corriente desde la introducción de la moneda única.
- Atendiendo al comportamiento de sus miembros, se observan pautas diferenciadas (gráficos 1 y 2). Por una parte, los países de la periferia han contabilizado dé-

ficit corrientes elevados y persistentes, que experimentaron su mayor crecimiento en los períodos previos al agravamiento de la crisis financiera en el año 2008; y, por otra parte, los países centrales (en especial Alemania y Holanda) mantuvieron fuertes superávits. A raíz de la crisis se suavizan en general estas tendencias.

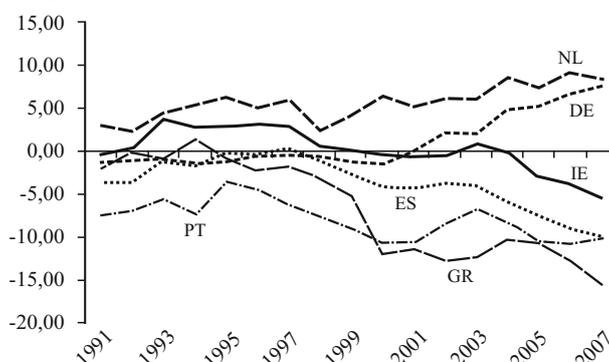
**Gráfico 1.-** Saldo medio de la balanza corriente en los países de la UEM, 2004-2007 (en porcentaje del PIB)



NOTA: EE: Estonia; GR: Grecia; PT: Portugal; ES: España; CY: Chipre; MT: Malta; SK: Eslovaquia; IE: Irlanda; SI: Eslovenia; FR: Francia; IT: Italia; AE-17: Área euro (17); AT: Austria; BE: Bélgica; FI: Finlandia; DE: Alemania; NL: Holanda; LU: Luxemburgo.

FUENTE: Elaboración propia a partir de los datos de AMECO.

**Gráfico 2.-** Saldo de la balanza corriente, 1991-2007 (en porcentaje del PIB)



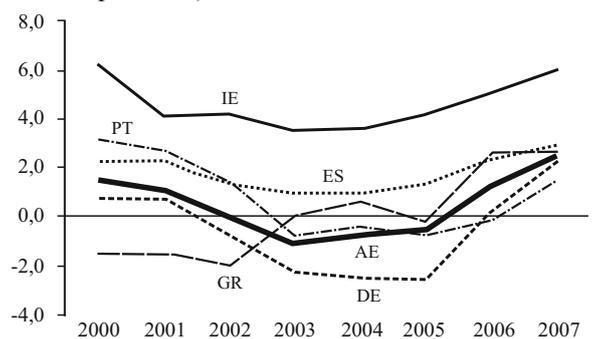
NOTA: DE: Alemania; ES: España; GR: Grecia; IE: Irlanda; NL: Holanda; PT: Portugal.

FUENTE: AMECO.

Es preciso considerar la situación cíclica de estas economías durante el período estudiado (gráfico 3). El área euro en su conjunto atraviesa por una fase de estancamiento, con una brecha del PIB negativa entre los años 2002 y 2005, produciéndose una recuperación posterior hasta el año 2007. En los periféricos, solo Portugal

sigue esa tendencia; Grecia comienza una recuperación en el año 2003, mientras que España y muy especialmente Irlanda mantienen un PIB efectivo superior al potencial durante todo el período.

**Gráfico 3.-** Brecha del PIB: desviaciones del PIB efectivo con respecto al PIB potencial (en porcentaje del PIB potencial)



NOTA: AE: Área euro; DE: Alemania; ES: España; GR: Grecia; IE: Irlanda; PT: Portugal.

FUENTE: OCDE: *Economic Outlook 90 Database*.

Teniendo en cuenta las circunstancias expuestas, revisamos lo acontecido en líneas generales en el comercio exterior de los países de la UEM en el período 2000-2007, no incluyendo a los países que se incorporan a ella a partir del año 2004, y prestando especial atención a la evolución en los periféricos, y en concreto a España. En adelante, denominamos “periféricos” a los cuatro países que fueron perceptores de los fondos de cohesión europeos antes de la ampliación de la UE en el año 2004: España, Grecia, Irlanda y Portugal, que han sido además los países más azotados por la crisis de la deuda soberana<sup>3</sup>.

Desde la puesta en marcha del euro hasta la crisis todos los países de la Unión Monetaria incrementaron sus exportaciones a un ritmo considerable, especialmente Alemania, Austria, Irlanda y Finlandia. También fue intenso el ritmo de crecimiento de las exportaciones de los países periféricos como Portugal, España y Grecia (tabla 1, gráfico 4).

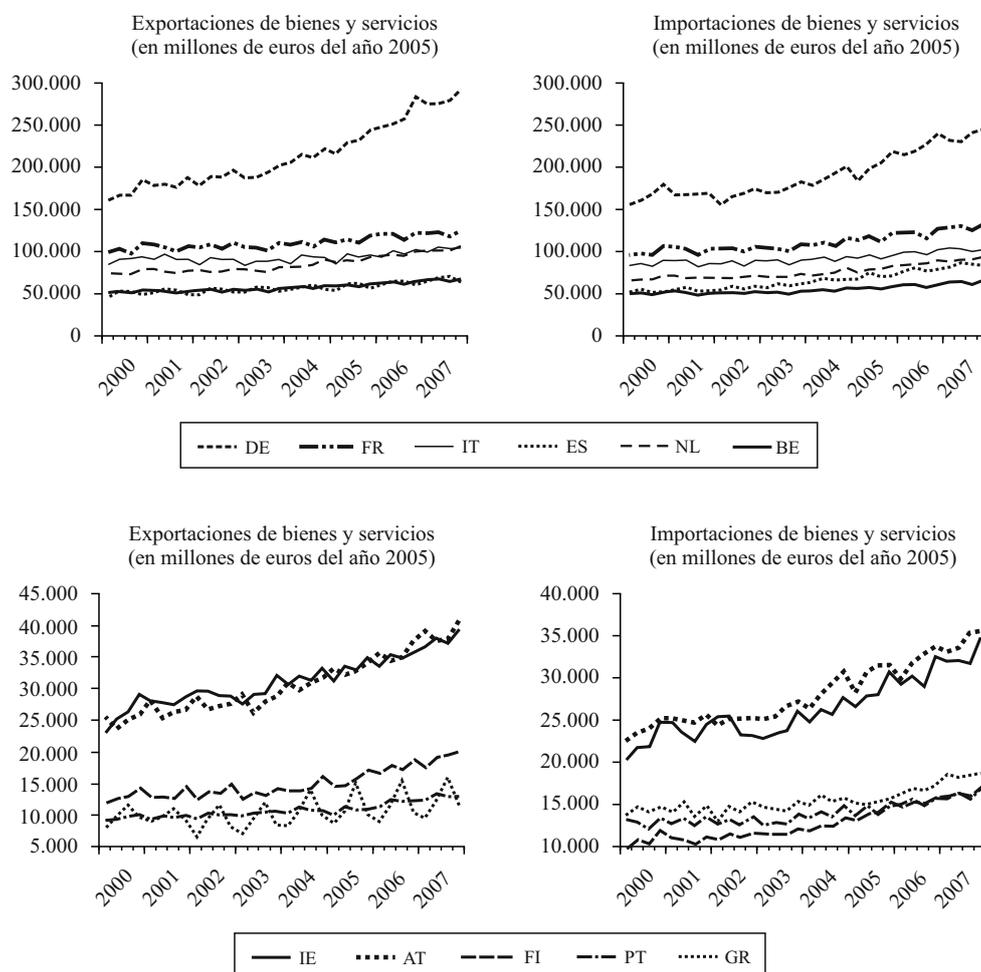
**Tabla 1.-** Exportaciones e importaciones de bienes y servicios. Crecimiento anual (%), 2000-2007

	BE	DE	IE	GR	ES	FR	IT	NL	AT	PT	FI
EXPORTACIONES	3,5	7,5	5,7	3,7	4,3	2,6	2,1	4,6	6,5	4,6	5,6
IMPORTACIONES	4,4	6,0	7,9	5,0	7,7	5,2	3,6	5,3	6,1	3,5	7,3

NOTA: BE: Bélgica; DE: Alemania; IE: Irlanda; GR: Grecia; ES: España; FR: Francia; IT: Italia; NL: Holanda; AT: Austria; PT: Portugal; FI: Finlandia.

FUENTE: Eurostat: *National Accounts*.

<sup>3</sup> Irlanda dejó de percibirlos a partir del 1 de enero de 2004 debido a que su PIB *per capita* superaba ya el 90% de la media comunitaria.

**Gráfico 4.-** Exportaciones e importaciones en países de la UEM, 2000-2007

NOTA: AT: Austria; BE: Bélgica; DE: Alemania; ES: España; FI: Finlandia; FR: Francia; GR: Grecia; IE: Irlanda; IT: Italia; NL: Holanda; PT: Portugal.

FUENTE: Eurostat: *National Accounts*.

Únicamente Francia e Italia experimentaron crecimientos de las exportaciones inferiores a los del conjunto lo que, unido al mayor crecimiento de las importaciones, explica su posición exterior.

Debe subrayarse que el deterioro de las cuentas exteriores de los países periféricos se basa en el crecimiento de las importaciones a un ritmo intensísimo, especialmente en España, Irlanda y Grecia. A este factor habría que sumarle la desfavorable situación de partida de Portugal y Grecia.

Austria y Alemania forjaron sus superávits comerciales en un menor, aunque intenso, crecimiento de las importaciones; situación que fortaleció Holanda a través del mismo mecanismo. Bélgica y Finlandia sostuvieron su superávit, a pesar del mayor ritmo de crecimiento de las importaciones.

Para explicar las diferencias en la evolución de los saldos corrientes se recurre a indicadores que reflejan el deterioro de la competitividad nominal en los periféricos (tabla 2). Ahora bien, dado que el incremento de las exportaciones ha sido también importante en estas economías, estos indicadores solo están recogiendo una parte de una situación más compleja. Por ello, es conveniente analizar con más detalle los modelos de comercio en Europa y, concretamente, en España.

**Tabla 2.-** Indicador de competitividad armonizado (basado en los deflatores del PIB). Cambio porcentual desde 1998 Q4 (medias del período; índice 1999 Q1=100)

	AE	BE	DE	IE	GR	ES	FR	IT	NL	AT	PT	FI
2000Q1	-13,5	-5,9	-9,1	-4,7	-1,9	-3,6	-6,2	-5,8	-4,3	-4,0	-1,8	-6,6
2007Q4	1,7	2,4	-11,5	21,2	12,5	18,3	0,4	4,4	8,9	-2,8	7,4	-4,3

NOTAS: AE: Área euro; BE: Bélgica; DE: Alemania; IE: Irlanda; GR: Grecia; ES: España; FR: Francia; IT: Italia; NL: Holanda; AT: Austria; PT: Portugal; FI: Finlandia.  
Un valor positivo indica deterioro de la competitividad.

FUENTE: BCE.

Para caracterizar esos modelos de comercio en Europa calculamos el índice de Grubel-Lloyd (IT) utilizando los flujos comerciales bilaterales de 23 industrias para los años 1986, 1992, 2001 y 2007 de las principales economías de la UE (tablas 3 y 4). El índice IT será igual a uno cuando el comercio entre dos países sea enteramente intra-industrial; por el contrario, si el esquema de comercio dominante es el inter-industrial, el índice IT tendrá un valor próximo a cero<sup>4</sup>.

Reino Unido, Francia, Alemania, Austria, Holanda y Bélgica eran los países que en el año 1986 tenían una mayor proporción de comercio intra-industrial, especialmente entre ellos. Dinamarca, España, Irlanda e Italia se situaban en posiciones intermedias. Grecia y Portugal eran los países donde el comercio inter-industrial tenía una importancia mayor. Finlandia y Suecia presentaban valores para sus índices inferiores a los de países con un nivel de desarrollo similar, pero que en aquel momento formaban parte de la CE.

A pesar de que los modelos comerciales en Europa no han sufrido un cambio radical en los últimos veinticinco años, la mayor parte de los países han aumentado la participación de su comercio intra-industrial, lo que probablemente esté relacionado con una mejora de la capacidad de las empresas europeas para competir a es-

<sup>4</sup> El comercio inter-industrial refleja la existencia de ventajas comparativas entre países. El comercio intra-industrial revela la presencia de economías de escala que impiden que cada país produzca la entera gama de productos que consume. Ambos tipos de comercio –inter e intra-industrial– dependen de la existencia de similitudes y diferencias entre países. Si dos economías son muy similares, prevalecerá el comercio intra-industrial; si no son tan similares, florecerá el comercio inter-industrial apoyado en las ventajas comparativas. Una visión más general se presenta en Frías e Iglesias (2003, 2004).

cala continental. Únicamente Irlanda o Finlandia se han apartado de esta tendencia general, pues ambos países han aumentado su comercio inter-industrial basado en las ventajas comparativas, a la vez que abrían sus economías y reforzaban el superávit de su saldo comercial.

Por lo que respecta España, su modelo de comercio se habría homologado con el de los países que en el año 1986 formaban parte del grupo de cabeza, siendo especialmente destacable la intensificación de sus relaciones comerciales intra-sectoriales con sus principales socios comerciales, especialmente con Francia. Esta intensificación del comercio intra-industrial revela un cambio en las exportaciones agregadas de España, poniendo de manifiesto un incremento del contenido tecnológico de estas y, por lo tanto, explicando parcialmente el incremento de los precios relativos de exportación de España.

**Tabla 3.- Índices ajustados de Grubel-Lloyd (medias industriales)**

AÑOS	DE	AT	LU+BE	DK	ES	FI	FR	GR	NL	IE	IT	PT	UK	SE
1986	0,66	0,65	0,70	0,59	0,59	0,49	0,68	0,36	0,66	0,58	0,57	0,44	0,67	0,55
1992	0,69	0,66	0,71	0,59	0,64	0,51	0,70	0,40	0,71	0,60	0,58	0,48	0,71	0,54
2001	0,71	0,68	0,68	0,61	0,68	0,45	0,73	0,45	0,65	0,50	0,61	0,58	0,68	0,57
2007	0,71	0,72	0,69	0,64	0,70	0,50	0,75	0,49	0,70	0,45	0,66	0,60	0,68	0,59

NOTAS: DE: Alemania; AT: Austria; LU+BE: Luxemburgo+Bélgica; DK: Dinamarca; ES: España; FI: Finlandia; FR: Francia; GR: Grecia; NL: Holanda; IE: Irlanda; IT: Italia; PT: Portugal; UK: Reino Unido; SE: Suecia.  
Las medias nacionales han sido ponderadas con el total de los flujos comerciales.

FUENTE: OECD: *Foreign Trade by Commodities* (varios números).

**Tabla 4.- Índices ajustados de Grubel-Lloyd para España (medias industriales)**

AÑOS	DE	AT	LU+BE	DK	FI	FR	GR	NL	IE	IT	PT	UK	SE	MEDIA
1986	0,58	0,39	0,57	0,46	0,46	0,62	0,38	0,57	0,4	0,65	0,62	0,56	0,50	0,59
1992	0,68	0,41	0,66	0,53	0,39	0,68	0,42	0,62	0,41	0,68	0,65	0,57	0,45	0,64
2001	0,70	0,62	0,64	0,47	0,41	0,76	0,40	0,65	0,39	0,67	0,77	0,57	0,48	0,68
2007	0,67	0,63	0,74	0,56	0,43	0,82	0,46	0,65	0,34	0,68	0,71	0,68	0,53	0,70

NOTAS: DE: Alemania; AT: Austria; LU+BE: Luxemburgo+Bélgica; DK: Dinamarca; FI: Finlandia; FR: Francia; GR: Grecia; NL: Holanda; IE: Irlanda; IT: Italia; PT: Portugal; UK: Reino Unido; SE: Suecia.  
Las medias nacionales han sido ponderadas con el total de los flujos comerciales.

FUENTE: OECD: *Foreign Trade by Commodities* (varios números).

### 3. LOS SALDOS CORRIENTES DESDE LA PERSPECTIVA DEL AHORRO Y LA INVERSIÓN

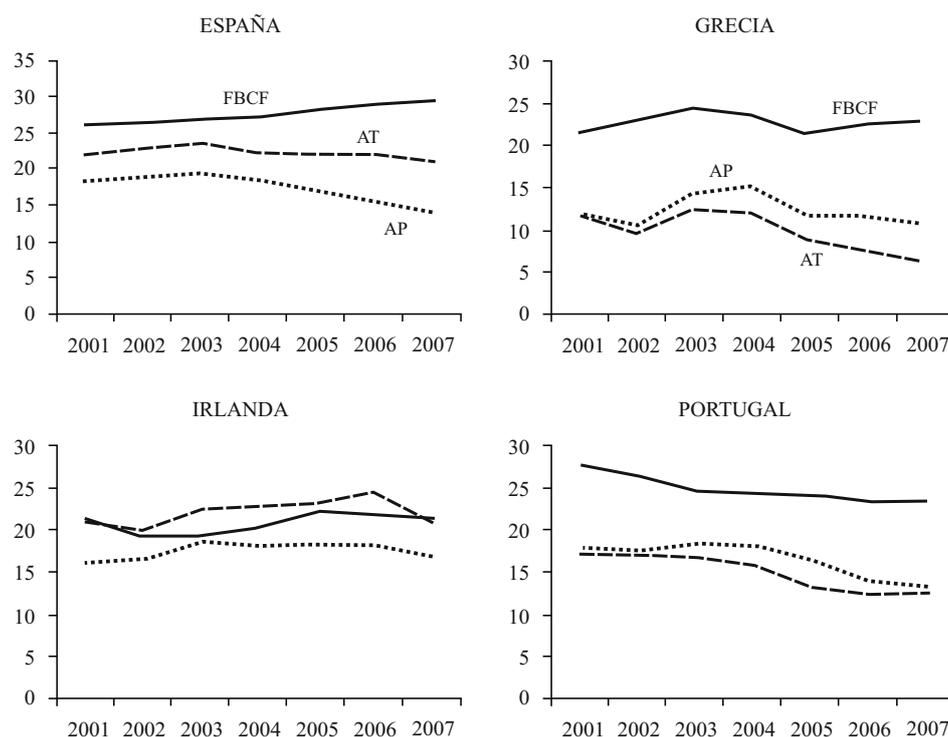
Como se deduce de las identidades de la contabilidad nacional, los desequilibrios de la balanza corriente pueden estudiarse desde dos perspectivas: por una parte, desde el comportamiento de las importaciones y exportaciones y, por otra, desde los desequilibrios entre ahorro e inversión. Aunque, como ya indicamos, no es la perspectiva ahorro-inversión la que adoptamos en el resto del trabajo, estimamos de interés introducir algunos datos relacionados con estas variables que comple-

menten el panorama de lo sucedido en los países periféricos y, en concreto, en España.

Las tendencias que se observan en los países periféricos hasta el agravamiento de la crisis en el año 2008 han sido las siguientes (gráfico 5):

- Una caída brusca del porcentaje de ahorro nacional a partir del año 2003, excepto en Irlanda. En España la causa principal está en la caída del ahorro privado, compensada en parte por los superávits públicos. En Grecia y Portugal a la importante caída en el ahorro privado que se produce desde el año 2004 se suma el efecto de los déficits públicos de los Gobiernos. En Irlanda, el porcentaje del ahorro privado se mantiene bastante estable desde el año 2003 y los superávits públicos incrementan el ahorro total.
- Un comportamiento dispar en la inversión. Aumenta considerablemente el porcentaje en España e Irlanda, muestra una tendencia decreciente en Portugal, y fluctúa en Grecia.

**Gráfico 5.-** Ahorro bruto y formación bruta de capital fijo en países periféricos (en porcentaje del PIB)

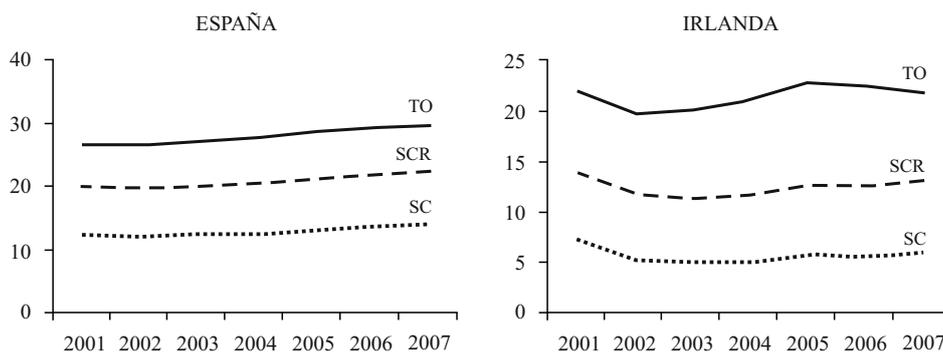


NOTA: AT: Ahorro total; AP: Ahorro privado; FBCF: Formación bruta de capital fijo.

FUENTE: Elaboración propia a partir de los datos de AMECO.

Dado que los dos primeros han padecido *booms* inmobiliarios, cabe preguntarse si al eliminarse el efecto de la construcción residencial sigue manteniéndose una tendencia creciente en la inversión. Como se aprecia en el gráfico 6, en España se produce un incremento de la formación bruta de capital fijo (en porcentaje del PIB) también sin construcción residencial e, incluso, sin construcción, que pasa en este último caso de un 12% en el año 2002 a un 13,9% en el año 2007. En el período 2002-2007, la FBCF aumenta 3,2 puntos porcentuales con respecto al PIB –pasando de un 26,3% a un 29,5%–, de los que un 0,8% sería atribuible exclusivamente a la construcción residencial. En ese mismo gráfico podemos apreciar que en Irlanda, después de un descenso brusco, se produce una recuperación en la inversión, incluso también en el dato que excluye la construcción, aunque este incremento es más suave que en el caso de España –pasando de un 5,1% en el año 2002 a un 5,8% en el año 2007–. Hay que tener en cuenta que tanto en España como en Irlanda los porcentajes señalados están aumentando en un contexto de fuerte crecimiento del PIB.

**Gráfico 6.- FBCF con y sin construcción (en porcentaje del PIB)**



NOTA: SC: Sin construcción; SCR: Sin construcción residencial; TO: Total.

FUENTE: Elaboración propia a partir de los datos de AMECO.

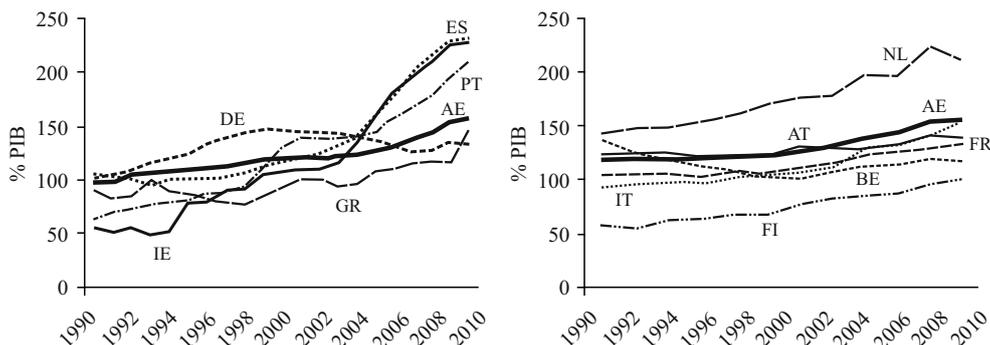
Relacionadas con el ahorro y la inversión, hay dos variables cuya evolución en los países periféricos resulta de interés: el crédito bancario y los tipos de interés reales.

Con respecto al primero, ha tenido lugar un incremento desmesurado del crédito bancario (gráfico 7). Su fuerte crecimiento en relación con el PIB en España, Irlanda y Portugal, especialmente notable desde el año 2004, se sitúa muy por encima de la media de la zona euro. También ha sido importante el aumento en Grecia. A pesar de ello, ha mantenido porcentajes inferiores a la media.

Con respecto a los tipos de interés, en el gráfico 8 puede observarse que los tipos reales a corto plazo han sido negativos en estos países durante una gran parte del período considerado. Por el contrario, en general han sido positivos en los diez

países restantes que configuraban el área euro a comienzos de la década –no disponemos del dato de Luxemburgo–, con algunas excepciones en Bélgica, Italia y Holanda. Alemania y Finlandia son las que presentan mayores tipos reales a corto plazo durante el período.

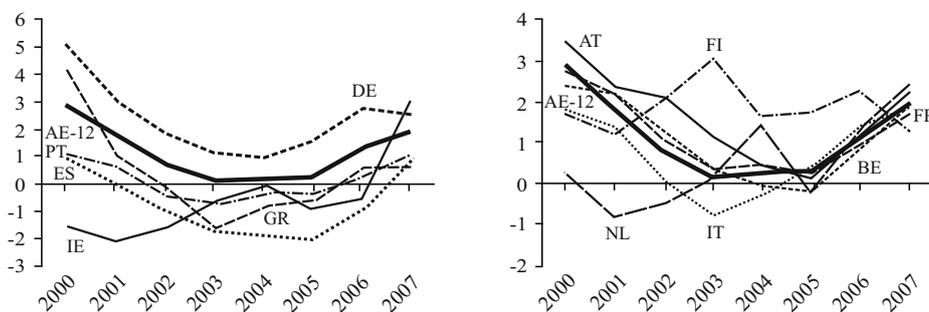
**Gráfico 7.- Crédito bancario (en porcentaje del PIB)**



NOTA: AE: Área euro; AT: Austria; BE: Bélgica; DE: Alemania; ES: España; FI: Finlandia; FR: Francia; GR: Grecia; IE: Irlanda; IT: Italia; NL: Holanda; PT: Portugal.

FUENTE: Banco Mundial.

**Gráfico 8.- Tipo de interés real a corto plazo (%) (calculado con deflactor PIB)**



NOTA: AE-12: Área euro (12); AT: Austria; BE: Bélgica; DE: Alemania; ES: España; FI: Finlandia; FR: Francia; GR: Grecia; IE: Irlanda; IT: Italia; NL: Holanda; PT: Portugal.

FUENTE: AMECO.

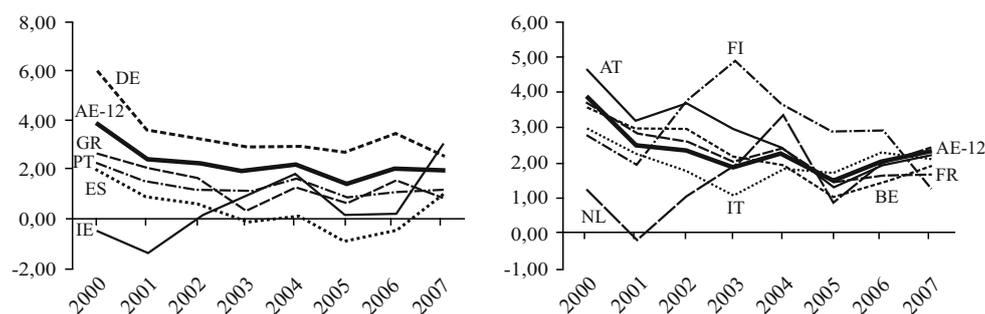
También los tipos de interés reales a largo plazo (gráfico 9) son más bajos en los cuatro países periféricos, destacando el caso de España donde los tipos reales a largo son negativos o casi nulos en el período 2003-2006.

Por lo tanto, entre los patrones que más se repiten en los países periféricos en las variables consideradas figuran la caída del ahorro privado y el crecimiento elevado del crédito, acompañados de unos tipos de interés reales negativos a corto plazo, y bajos e incluso negativos a largo plazo. En la inversión se da una evolu-

ción más dispar, lo que pone en evidencia las diferencias en las realidades tanto cíclicas como estructurales de estos países.

En los casos de España e Irlanda, la expansión fuerte del crédito y los tipos de interés reales negativos coinciden con una etapa expansiva del ciclo –con crecimientos del PIB efectivo claramente superiores al potencial–, lo que denota un elevado componente procíclico en la variable financiera y en la política monetaria.

**Gráfico 9.-** Tipo de interés real a largo plazo (%) (calculado con deflactor PIB)



NOTA: AE-12: Área euro (12); AT: Austria; BE: Bélgica; DE: Alemania; ES: España; FI: Finlandia; FR: Francia; GR: Grecia; IE: Irlanda; IT: Italia; NL: Holanda; PT: Portugal.

FUENTE: AMECO.

#### 4. EL MODELO DE THIRLWALL

Los modelos básicos referidos a las ecuaciones de comercio exterior responden a un esquema de comercio internacional que se caracteriza por la existencia de flujos comerciales bidireccionales en la práctica totalidad de los productos, y por el incumplimiento de la ley del precio único<sup>5</sup>. El modelo típico tiene la siguiente formulación:

$$M = \alpha (EP^*/P)^\psi Y^\pi \quad (\text{para la ecuación de importaciones}) \quad (1)$$

$$X = \beta (P/EP^*)^\eta Z^\epsilon \quad (\text{para la ecuación de exportaciones}) \quad (2)$$

donde  $M$  son las importaciones;  $Y$  es la producción interior;  $EP^*/P$  es el tipo de cambio real;  $E$  es el tipo de cambio nominal;  $P^*$  es el nivel de precios exterior;  $P$  es el nivel de precios interno;  $X$  son las exportaciones; y  $Z$  es la producción exterior.

Este enfoque del ajuste del sector exterior basado en las elasticidades ha recibido importantes aportaciones de autores de la talla de Marshall, Lerner o Robinson.

<sup>5</sup> Un análisis pormenorizado de la especificación de las ecuaciones de comercio exterior puede encontrarse en Goldstein y Khan (1985).

Sin embargo, la principal crítica que ha sufrido se basa en que, al tratarse de un modelo de equilibrio parcial, ignora las relaciones existentes entre los tipos de cambio y algunas variables básicas como el tipo de interés, la tasa de inflación o la oferta monetaria.

El modelo de crecimiento de Thirlwall (1983) permite deducir que es la diferencia entre las elasticidades-ingreso de las ecuaciones de exportaciones e importaciones el elemento clave de los problemas de la periferia y del éxito del centro. Las diferencias entre las tasas de crecimiento de equilibrio de los distintos países están explicadas por las elasticidades-ingreso de las funciones de demanda de exportaciones e importaciones. La entrada de capitales foráneos puede modificar la anterior relación, favoreciendo el crecimiento del país que recibe recursos externos.

La ecuación (3) recoge la restricción contable de que las importaciones son financiadas con ingresos derivados de las exportaciones y con entradas netas de capital ( $C$ ).

$$PX + C = P^*ME \quad (3)$$

La ecuación (4) expresa la anterior restricción en tasas de crecimiento:

$$\theta(p + x) + (1 - \theta)c = p^* + m + e \quad (4)$$

donde el parámetro  $\theta$  recoge el porcentaje de las exportaciones en los ingresos para financiar las importaciones, y  $(1 - \theta)$  es la participación de las entradas de capital.

Las siguientes relaciones se corresponden con las anteriores ecuaciones de comercio exterior (1) y (2), expresadas en tasas de crecimiento:

$$m = \psi(p^* + e - p) + \pi(y) \quad (5)$$

$$x = \eta(p - p^* - e) + \varepsilon(z) \quad (6)$$

Sustituyendo (5) y (6) en (4):

$$\theta p + \theta\eta(p - p^* - e) + \theta\varepsilon(z) + (1 - \theta)c = p^* + \psi(p^* + e - p) + \pi(y) + e$$

$$\pi y = \theta p + \theta\eta p - \theta\eta p^* - \theta\eta e + \theta\varepsilon z + (1 - \theta)c - p^* - \psi p^* - \psi e + \psi p - e$$

alcanzamos la siguiente condición de equilibrio:

$$y = [(p - p^* - e) + (\theta\eta + \psi)(p - p^* - e) + \theta\varepsilon z + (1 - \theta)(c - p)] / \pi \quad (7)$$

donde el primer sumando  $(p - p^* - e)$  recoge el efecto de la relación real de intercambio; el segundo  $(\theta\eta + \psi)(p - p^* - e)$  mide el efecto de cambios en los precios relativos sobre el volumen del comercio; el tercero  $\theta\varepsilon z$  mide el impacto de los cambios exógenos en el PIB exterior; y el último  $(1 - \theta)(c - p)$  recoge el exceso de crecimiento financiado con entradas de capitales.

Si los precios relativos permanecen inalterados ( $p - p^* - e = 0$ ), la tasa de crecimiento de la economía dependerá del crecimiento de las exportaciones, de las entradas de capital exterior y de la elasticidad del ingreso de las exportaciones e importaciones  $y = [\theta \varepsilon z + (1 - \theta)(c - p)] / \pi$ <sup>6</sup>.

La única respuesta razonable a largo plazo para elevar la tasa de crecimiento de un país de forma consistente con el equilibrio de la balanza de pagos es un cambio estructural que eleve  $\varepsilon$  y reduzca  $\pi$ . Asimismo, también afecta positivamente la entrada de capitales exteriores, sobre todo si toman posiciones a largo plazo.

La mayor parte de la literatura empírica concede a la evolución de la renta la máxima importancia para explicar el comportamiento de los flujos comerciales<sup>7</sup>. A partir del trabajo seminal de Houthakker y Magee (1969), se ha puesto un gran énfasis en los diferenciales de crecimiento entre países, debido a las divergencias obtenidas en la estimación de las elasticidades-ingreso de las ecuaciones de importación y de exportación. En este sentido, estos autores argumentaban que las estimaciones de las elasticidades-renta permiten concluir a qué velocidad debe crecer un país en relación con el resto del mundo para evitar déficit o superávit permanentes en su balanza comercial –asumiendo que se parte de una situación en la que la balanza comercial está equilibrada–.

En definitiva, si los precios internacionales no se ajustan o los flujos comerciales son poco sensibles a los cambios en los precios<sup>8</sup>, serán la producción y el crecimiento los encargados de ajustar las importaciones y las exportaciones. La puesta en marcha del euro hubiese requerido de políticas correctoras de los desequilibrios de las cuentas exteriores que podrían haberse previsto atendiendo a los resultados obtenidos en la estimación de las ecuaciones de comercio exterior de los países miembros.

<sup>6</sup> Existe una regularidad empírica –detectada por Thirlwall (1979) y Krugman (1989)–, en la que la tasa de crecimiento de un país ( $g_t$ ) en relación con la de los demás países ( $z_t$ ) es equiproporcional al cociente entre las elasticidades de las funciones de demanda de exportaciones e importaciones ( $g_t / z_t = \varepsilon / \pi$ , relación derivada en el modelo de crecimiento restringido por las importaciones sin incorporar los movimientos de capital). Thirlwall sostiene que la dirección de la causalidad va desde las elasticidades, que reflejan la estructura productiva, a la tasa de crecimiento (elasticidad  $\rightarrow$  crecimiento). Sin embargo, Krugman señala que el crecimiento del factor trabajo determina el crecimiento de la producción, un rápido crecimiento de la producción lleva a un rápido crecimiento de las exportaciones y a una aparentemente mayor elasticidad-ingreso de la función de exportaciones.

<sup>7</sup> En los primeros estudios realizados con anterioridad a la Segunda Guerra Mundial se mostraba cierta inquietud por la estimación de valores muy reducidos para la elasticidad-precio de las importaciones. En un artículo ya clásico, pero todavía pleno de validez, Orcutt (1950) expone las principales causas de la estimación de un valor tan reducido para esta elasticidad: 1) la existencia de un problema de identificación, propio de los sistemas de ecuaciones simultáneas; 2) la presencia de un sesgo por agregación; 3) las dificultades de medida de las variables; 4) la ausencia de especificación de la estructura dinámica del modelo; 5) los cambios ocurridos en los precios fueron de pequeña intensidad. Algunas de las cuestiones allí planteadas han sido resueltas con los avances de las técnicas econométricas, pero otras permanecen sin resolver.

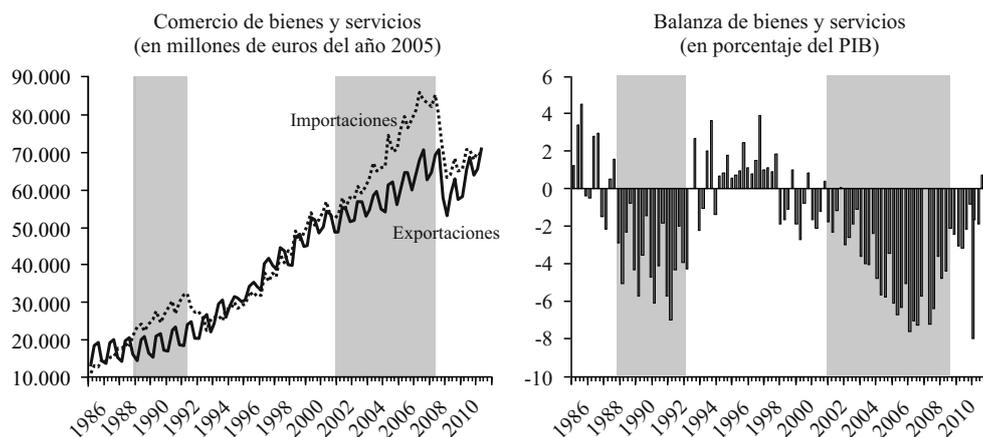
<sup>8</sup> En los modelos convencionales, el equilibrio del mercado de producto a largo plazo viene dado por la igualdad entre producto y demanda agregada, y se cumple cuando las empresas no incrementan o disminuyen de forma involuntaria sus niveles de inventarios. El producto está determinado por la oferta de factores productivos, que son plenamente utilizados, y el tipo de cambio real se ajusta para igualar la demanda agregada con el producto real. (Krugman y Obstfeld).

## 5. LA COMPETITIVIDAD REAL DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA DESDE SU ENTRADA EN LA UE

Desde su entrada en la UE en el año 1986, las exportaciones y las importaciones españolas han seguido una senda de crecimiento continuado a unas tasas medias anuales muy elevadas: un 6,21% las exportaciones y un 7,61% las importaciones.

Hay que destacar en este período que los incrementos del déficit corriente se han producido, precisamente, en las etapas de mayor intensificación del diferencial de crecimiento entre España y sus principales socios comerciales, incrementos que resultaron bruscamente interrumpidos por las crisis de los años 1992 y 2008 (gráfico 10). Las tablas 5 y 6 permiten valorar las diferencias observadas en la evolución de las exportaciones e importaciones en los distintos subperíodos considerados en relación con los ciclos de la economía española y de sus principales socios comerciales. El gráfico 11 permite evaluar la diferencia en el crecimiento del producto en España y en sus principales socios comerciales, fundamentalmente en los períodos de máximo crecimiento de la economía española.

**Gráfico 10.- Comercio de bienes y servicios de España, 1986-2011**



FUENTE: Eurostat: *National Accounts*.

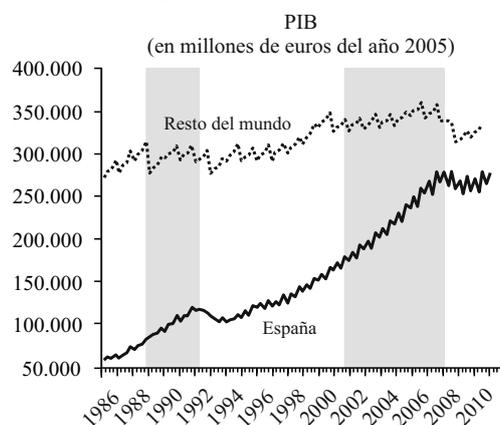
**Tabla 5.- Evolución del comercio exterior de España y de sus determinantes**

PERÍODO	CRECIMIENTO EXPORT. (%)	CRECIMIENTO IMPORT. (%)	CRECIMIENTO PIB DEL RESTO MUNDO (%)	CRECIMIENTO PIB DE ESPAÑA (%)	PRECIOS RELATIVOS EXPORT.-IMPORT.
1986.I – 1988.III	4,7	21,16	3,57	4,18	0,63
1988.IV – 1992.II	5,22	14,73	0,04	5,71	0,87
1992.III – 2001.III	10,34	6,94	1,28	0,54	0,95
2001.IV – 2008.II	3,93	6,81	0,51	3,28	1,23
2008.III – 2011.II	-1,13	-6,89	-2,14	-1,57	1,39
1986.I – 2011.II	6,11	7,72	0,68	2,16	1,04

FUENTE: Elaboración propia a partir de los datos de Eurostat: *National Accounts* y de OECD: *Foreign Trade by Commodities* (varios números).

**Tabla 6.-** Crecimiento del PIB de los principales socios comerciales de España

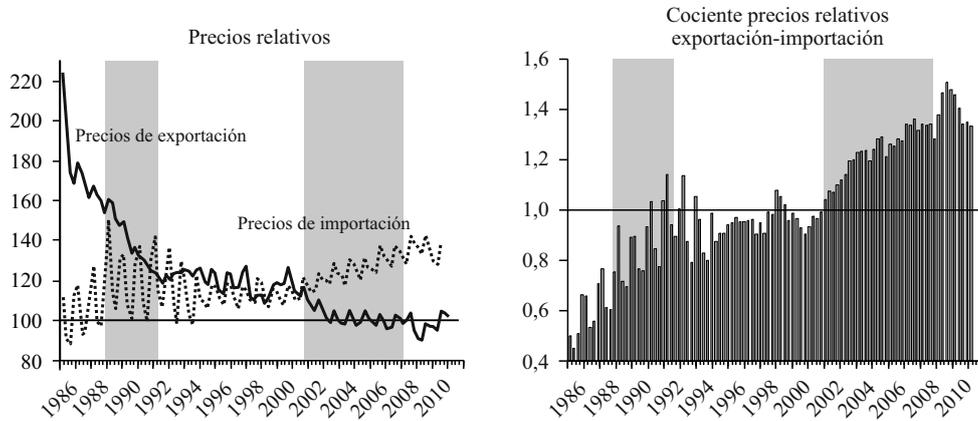
PERÍODO	CRECIMIENTO DEL PIB (%)					
	España	Francia	Alemania	Portugal	Italia	Reino Unido
1986.I – 1988.III	4,18	3,48	2,40	6,94	3,61	4,97
1988.IV – 1992.II	5,71	2,57	4,33	4,58	2,40	0,68
1992.III – 2001.III	0,54	2,08	1,57	2,85	1,65	2,98
2001.IV – 2008.II	3,28	1,77	1,49	1,00	0,90	2,72
2008.III – 2011.II	-1,17	-0,26	0,10	-0,61	-1,54	-1,20
1986.I – 2011.II	2,13	1,88	1,85	2,47	1,30	2,19

FUENTE: Eurostat: *National Accounts*.**Gráfico 11.-** Crecimiento del PIB de España y del conjunto de sus principales socios comerciales en término medio con su participación en las exportaciones de EspañaFUENTE: Elaboración propia a partir de los datos de Eurostat: *National Accounts* y de OECD: *Foreign Trade by Commodities* (varios números).

Por lo que respecta a la evolución de los precios relativos de exportación e importación de España (gráfico 12), los primeros han crecido y los segundos han decrecido a lo largo de todo el intervalo considerado. Específicamente, los precios relativos de las importaciones descendieron notablemente con el desarme arancelario tras la entrada en la UE, y con la puesta en marcha del euro –que se apreció frente al dólar a lo largo de su primera década de existencia–.

Con el fin de explicar la evolución observada de las importaciones y exportaciones, estimamos sus ecuaciones recogidas en la anterior sección. En la tabla 7 se muestran los resultados de la estimación de la ecuación de las importaciones por el método de Johansen. De acuerdo con el contraste de la traza y del máximo autovalor, se concluye la existencia de una única relación de cointegración. En la tabla 8 se presenta la estimación de la ecuación de las exportaciones por el método de Johansen. El contraste de la traza señala la existencia de un único vector de cointegración, y marginalmente también lo hace el del máximo autovalor.

**Gráfico 12.-** Precios relativos de exportación e importación de España



FUENTE: Elaboración propia a partir de los datos de Eurostat: *National Accounts* y de OECD: *Foreign Trade by Commodities* (varios números).

**Tabla 7.-** Estimación de la ecuación de las importaciones por el método de Johansen

Variable dependiente	PIB de España	Precios relativos de importaciones	Velocidad de ajuste	
Importaciones de bienes y servicios	0.752649 (0.33862) [ 2.22271]	-2.831822 (0.29406) [-9.63019]	-0.000218 (0.02327) [-0.00939]	
Vector Error Correction Estimates R-squared 0.656534 Sample (adjusted): 1986Q1 2011Q2 Included observations: 102 after adjustments Standard errors in ( ) & t-statistics in [ ]				
Trend assumption: Linear deterministic trend Series: LOG(MES05) LOG(PRM05) LOG(GDPES05) Exogenous series: @SEAS(2) @SEAS(3) @SEAS(4) Warning: Critical values assume non exogenous series Lags interval (in first differences): 1 to 1, 2 to 2, 4 to 4				
Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)				
Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Trace Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None *	0.315955	46.86241	29.79707	0.0002
At most 1	0.047384	8.129760	15.49471	0.4516
At most 2	0.030680	3.178365	3.841466	0.0746
Trace test indicates 1 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level				
*Denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level				
**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) <i>p</i> -values				
Unrestricted Cointegration Rank Test (Maximum Eigenvalue)				
Hypothesized No. of CE(s)	Max-Eigen	Eigenvalue Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None *	0.315955	38.73265	21.13162	0.0001
At most 1	0.047384	4.951396	14.26460	0.7480
At most 2	0.030680	3.178365	3.841466	0.0746
Max-eigenvalue test indicates 1 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level				
*Denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level				

NOTA: Esta tabla se mantiene en su salida original del programa Eviews.

**Tabla 8.-** Estimación de la ecuación de exportaciones por el método de Johansen

Variable dependiente	PIB resto del mundo	Precios relativos de exportación	Velocidad de ajuste	
Exportaciones de bienes y servicios	3.253580 (0.66548) [ 4.88905]	-2.993708 (0.44501) [-6.72736]	0.135598 (0.04480) [ 3.02643]	
Vector Error Correction Estimates				
R-squared 0.926945				
Sample (adjusted): 1987Q2 2010Q4				
Included observations: 95 after adjustments				
Standard errors in ( ) & t-statistics in [ ]				
Trend assumption: Linear deterministic trend (restricted)				
Series: LOG(XES05) LOG(PRX05) LOG(GDPWO05)				
Exogenous series: @SEAS(2) @SEAS(3) @SEAS(4)				
Warning: Critical values assume non exogenous series				
Lags interval (in first differences): 1 to 4				
Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)				
Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Trace Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None *	0.230005	43.99062	42.91525	0.0389
At most 1	0.128646	19.16041	25.87211	0.2714
At most 2	0.061978	6.078229	12.51798	0.4504
Trace test indicates 1 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level				
*Denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level				
**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) <i>p</i> -values				
Unrestricted Cointegration Rank Test (Maximum Eigenvalue)				
Hypothesized No. of CE(s)	Max-Eigen	Eigenvalue Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None *	0.230005	24.83021	25.82321	0.0672
At most 1	0.128646	13.08219	19.38704	0.3215
At most 2	0.061978	6.078229	12.51798	0.4504
Max-eigenvalue test indicates 1 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level				
*Denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level				

NOTA: Esta tabla se mantiene en su salida original del programa Eviews.

De acuerdo con los resultados obtenidos, la elasticidad-precio de las importaciones españolas es alta y, aunque más reducida, también es importante su elasticidad-ingreso. De ello se deduce que tanto el abaratamiento de las importaciones como la elevada tasa de crecimiento de la economía española han desempeñado un papel destacado en el incremento de las importaciones españolas.

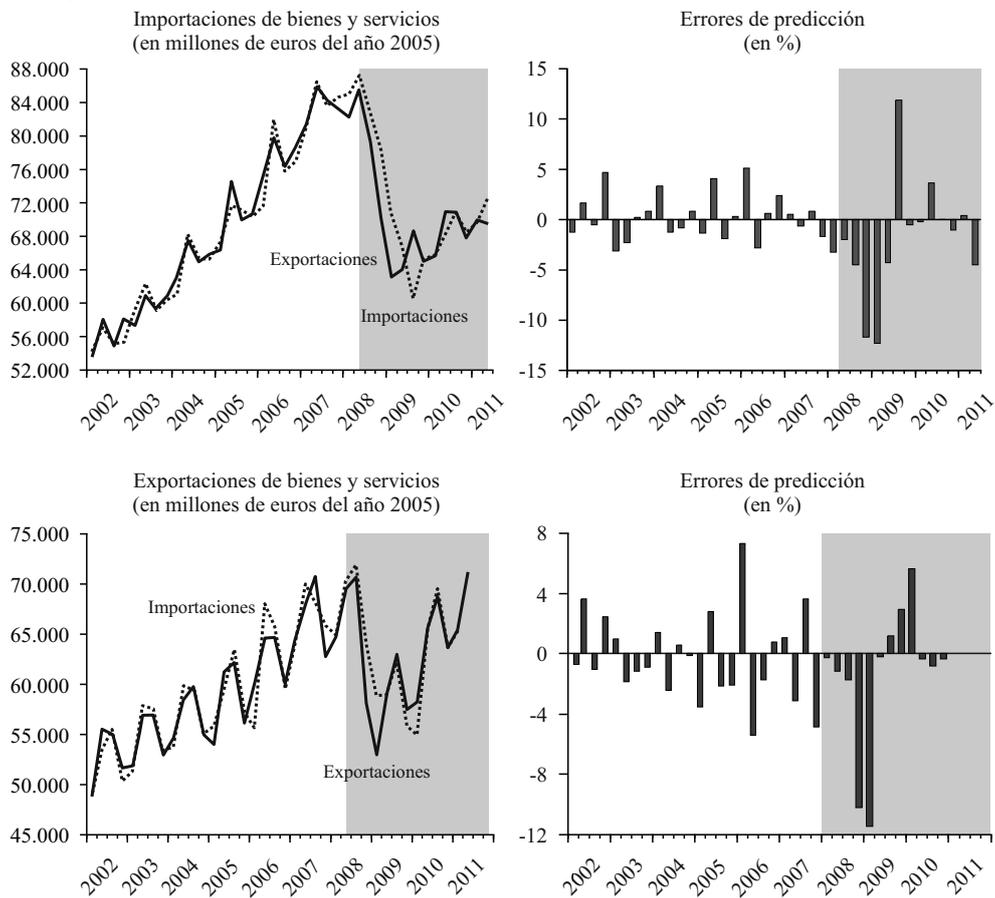
Por lo que respecta a los resultados obtenidos para las exportaciones, la elasticidad-ingreso estimada es muy elevada, poniendo de manifiesto el dinamismo del aparato productivo español. También se observa un efecto negativo derivado de los precios, aunque inferior.

Estos resultados explican la evolución de las exportaciones españolas, que han crecido de una manera considerable a pesar del reducido crecimiento de los principales importadores de productos españoles, así como de la cada vez más desfavorable relación real de intercambio. A lo largo de todo el período, los precios de las exportaciones de España han crecido, y muy especialmente durante el período pos-

terior a la puesta en funcionamiento del euro. Aún así, el efecto negativo de ese encarecimiento sobre el volumen exportado, a pesar de ser importante, no ha impedido el incremento de las exportaciones a una tasa elevada.

En relación con la capacidad predictiva del modelo, en el gráfico 13 se observa que el fuerte crecimiento de las importaciones y exportaciones de España es completamente consistente con las relaciones que existen entre las variables con anterioridad a la puesta en marcha de la moneda única. Solo se presentan ciertas dificultades para predecir el cambio de tendencia que se produce tras la crisis del año 2008. Estas dificultades son menos importantes en la ecuación de exportaciones y se corrigen en pocos periodos, entre otras cosas, porque la crisis les afecta en menor medida.

**Gráfico 13.-** Predicciones de las importaciones y de las exportaciones de bienes y servicios de España



FUENTE: Elaboración propia a partir de los datos de Eurostat: *National Accounts* y de OECD: *Foreign Trade by Commodities* (varios números).

En conclusión, las exportaciones de España han manifestado un fuerte dinamismo, a pesar de la debilidad del crecimiento de nuestros principales socios comerciales y del deterioro de la competitividad nominal de nuestra economía. Solo una profunda mejora de nuestra competitividad exterior real puede explicar este fenómeno. Esta conclusión es coherente con los resultados que obtuvimos en la sección 2 para los índices de Grubel-Lloyd, que revelaban un cambio en las exportaciones agregadas de España hacia un incremento de su contenido tecnológico, cambio que, además, explicaría parcialmente el incremento de los precios relativos de exportación de España.

Por su parte, las importaciones han crecido también con mucha firmeza atraídas por la fuerte demanda de nuestra economía y por su continuado abaratamiento. Esta situación fue más intensa en los períodos alcistas del ciclo, cuando la economía española se vio avocada a incurrir en continuados déficit que solo terminaron por corregirse con crisis y enfriamientos de la demanda. Teniendo en cuenta la importante elasticidad-ingreso de las importaciones españolas, debe considerarse el papel que ha desempeñado en la intensificación de las importaciones el componente procíclico introducido en la economía española por la política monetaria única y por la fuerte expansión del crédito estimulada por la entrada de capitales foráneos, factores a los que ya hicimos referencia en la sección 3.

## 6. ¿DEBERÍAN CORREGIRSE LOS DESEQUILIBRIOS EXTERNOS? ¿POR QUÉ IMPORTAN EN EL ÁREA EURO?

Hay dos líneas generales de respuesta a la cuestión de si debe o no corregirse un desequilibrio externo:

- La primera se conoce como la “doctrina Lawson”<sup>9</sup>. Según esta, si los déficit corrientes son el resultado de las decisiones de ahorro e inversión de agentes privados con expectativas racionales y no existen distorsiones, no hay motivo alguno para una intervención de los gobiernos.
- La segunda se considera una visión “prudente”. Aunque los agentes sean privados y racionales, hay distorsiones y estas pueden conducir a déficit excesivos. Ahora bien, la cuestión aún no resuelta es determinar qué distorsiones concretas justificarían esa intervención (Blanchard, 2007).

Tras ambas posiciones subyace la consideración de que un déficit por cuenta corriente no siempre ha de ser considerado un problema. Como ya hemos indicado, un déficit corriente puede favorecer el proceso de crecimiento y convergencia en estados o regiones con menor PIB *per capita*. Lo que cabe preguntarse, entonces, es si es o no sostenible. Según Giavazzi y Spaventa (2010), el país prestamista debe

<sup>9</sup> Defendida en los años ochenta del pasado siglo por Nigel Lawson, ministro de Hacienda.

respetar una restricción de solvencia intertemporal –las deudas actuales deben compensarse con superávit corrientes en el futuro (descontados)–, y esto solo se logra si los préstamos exteriores se utilizan para incrementar la capacidad productiva de un país en bienes y servicios exportables o, dicho en otras palabras, para mejorar su competitividad real.

No hemos analizado lo ocurrido en todos los países periféricos, pero parece evidente que una parte del intenso flujo de crédito ha provocado serios desequilibrios en los países receptores, como los *booms* inmobiliarios de España e Irlanda o el fuerte endeudamiento público de Grecia. No obstante, las ecuaciones de comercio exterior que hemos estimado para la economía española reflejan una situación sostenible que podría haber sido invertida reduciendo el diferencial de crecimiento entre España y sus socios, especialmente a través de dos vías: por una parte, con un mayor crecimiento en sus principales socios comerciales y, por otra, con una reducción del componente procíclico introducido por las variables monetarias y crediticias.

Dicho esto, se suscitan otras cuestiones que ya se han formulado en la literatura: ¿por qué un saldo de la balanza corriente es relevante para un Estado miembro de la UEM y no para un Estado de Estados Unidos?, ¿qué es extranjero y qué es interior cuando la moneda es la misma?

En el caso de países que forman parte de una misma área monetaria los problemas de balanza de pagos no existen, dado que ninguno de ellos tiene la necesidad de defender su tipo de cambio. Según Eichengreen (2010), durante muchos años California, Arizona, Nuevo México y Florida mantuvieron déficit corrientes importantes frente al resto de Estados Unidos, lo que se tradujo en un fuerte crecimiento económico y del empleo –superior a la media nacional–, y un incremento de las oportunidades de inversión. Inicialmente, estos desequilibrios externos tenían las características de “buenos” desequilibrios, pero en etapas más recientes estos mismos Estados se enfrentaron a importantes burbujas inmobiliarias y *booms* en la construcción financiados, por lo tanto, por “malos” desequilibrios. Ahora bien, como indica Eichengreen, en ausencia de estadísticas sobre los flujos de capitales y sobre las balanzas comerciales, el foco político se centró en las distorsiones internas que dieron lugar a esos “malos” desequilibrios –esto es, en la regulación inadecuada del mercado hipotecario y del sector bancario, en el incentivo para endeudarse en exceso creado por las hipotecas *subprime* y en cuestiones similares– y no en los déficit por cuenta corriente. Es en estas distorsiones –y no en los síntomas– en las que, siguiendo al autor, se centra la atención en una unión monetaria que funciona correctamente.

En principio, en una unión monetaria los déficit corrientes de los miembros deberían ser irrelevantes. Este planteamiento se ha reflejado *de facto* tanto en el diseño como en el desarrollo de la UEM, como ponen de manifiesto, por una parte, el hecho de que se haya diseñado un *pacto para la estabilidad y el crecimiento* orientado al control de los déficit públicos, pero que no se haya establecido ningún crite-

rio referente a la acumulación de déficit externos y, por otra, la actitud de *benign neglect* adoptada por las autoridades ante unos desequilibrios corrientes con tendencia clara a persistir. Pero es con la crisis financiera cuando se adquiere conciencia de que el endeudamiento externo acumulado que se asocia a esos déficit persistentes sí importa en el área euro y, de nuevo, la pregunta: ¿por qué en Europa sí y en Estados Unidos no?

Giavazzi y Spaventa (2010) encuentran algunas razones que podrían explicar por qué los saldos corrientes serían relevantes en la eurozona, pero no en Estados Unidos:

- La primera razón es que hay una mayor movilidad de personas dentro de Estados Unidos que en Europa. Esto por sí mismo reduce la cantidad de bienes y servicios que se comercian, en el sentido de que son consumidos en casa por los no residentes.
- La segunda razón es que Europa no es una federación, sino una asociación de Estados soberanos con leyes y procedimientos diferenciados (entre otros factores, hacen referencia a la disgregación de las competencias sobre supervisión bancaria).

En nuestra opinión, la principal diferencia entre la UEM y Estados Unidos es que en la primera el endeudamiento de un Estado miembro con el resto tiene el carácter de “externo” en toda su extensión. Son varias las razones que lo explican:

- 1) Decimos esto porque los Estados han tenido que recurrir a sus propios mecanismos de respuesta, no han contado ni con el apoyo de un Tesoro central ni con el del BCE.
- 2) De esta forma, cada Estado ha tenido que asumir las consecuencias de la crisis financiera, lo que se ha traducido en un incremento importante de los déficit públicos precisamente en los países más endeudados y más dependientes del crédito exterior –estabilizadores automáticos, rescates bancarios y actuaciones discrecionales de política fiscal dinamizadoras–.
- 3) Y lo más grave, dado que es un problema introducido por el diseño de la UEM, es que la deuda soberana de los Estados periféricos se ha convertido *de facto* en deuda externa equiparable a la de economías poco desarrolladas. En principio, si el Estado controla la moneda en la que se emite la deuda, la deuda soberana tiene poco riesgo de impago, porque el Estado puede recurrir tanto a la emisión de moneda del banco central como al incremento de los impuestos sobre los tenedores de la deuda para poder cubrir sus deudas. Incluso en el caso de que no disponga de la primera de esas opciones –apelación al banco central–, aún puede disponer de la segunda, siempre y cuando esa deuda sea mantenida por ciudadanos –residentes– sobre los que el Estado pueda aplicar la imposición (Gros, 2011). Los Estados periféricos tienen serias dificultades para acceder a estos mecanismos.

En estas circunstancias, una crisis financiera ha acabado convirtiéndose en una crisis de deuda soberana y, en consecuencia, lo que debería haber sido un debate centrado en el deficiente funcionamiento del sistema financiero y de sus supervisores, se ha transformado en un debate sobre la solvencia de los Estados soberanos.

## 7. CONCLUSIONES

Las exportaciones de todos los Estados que conforman la UE han manifestado un fuerte dinamismo, a pesar de la debilidad del crecimiento de los países centrales del eurosistema y del deterioro de la competitividad nominal de las economías del sur. Por otra parte, las importaciones han crecido también con mucha firmeza. En el caso de España, analizado con más detalle en este artículo, ese incremento de las importaciones fue más intenso en los períodos alcistas del ciclo, cuando la economía española se vio avocada a incurrir en continuados déficit corrientes que solo terminaron por corregirse con crisis que enfriaron la demanda.

No es posible afirmar que los déficit corrientes padecidos antes de la crisis del año 2007 por los países periféricos sean sostenibles, ya que parece evidente que una parte del intenso flujo de capital recibido se ha traducido en importantes desequilibrios, como los *booms* inmobiliarios de España e Irlanda. Sin embargo, los resultados de la estimación de las ecuaciones de comercio exterior que hemos llevado a cabo en este trabajo traslucen una situación sostenible, que podría haberse alcanzado durante ese período disminuyendo el diferencial de crecimiento entre España y sus socios, especialmente a través de dos vías. En primer lugar, con un mayor crecimiento económico en sus principales socios comerciales, de donde se deduce también que una actuación concertada, con aumento de la demanda agregada en los países centrales por encima de los periféricos, podría contribuir a aliviar las presiones de la crisis sin los costes sociales y de bienestar que la actual situación deflacionaria está provocando<sup>10</sup>. Y, en segundo lugar, con una reducción del componente procíclico introducido por las variables monetarias y crediticias. En este sentido, y dadas las lecciones aprendidas de esta crisis y de otras tantas anteriores (Krugman, 2009), es indispensable el funcionamiento correcto de la regulación y supervisión bancaria –macro y microprudencial– para evitar una toma excesiva de riesgos del sistema financiero y el riesgo sistémico.

Eliminar los déficit corrientes o establecer una norma sobre el saldo exterior no es una solución, porque elimina cualquier posibilidad de convergencia asociada a este mecanismo. La senda lógica en una unión monetaria sería avanzar hacia un diseño en el que los déficit corrientes carezcan de relevancia, lo que no parece muy realista si se tiene en cuenta el estado del debate en la UEM.

---

<sup>10</sup> Keynes en Bretton Woods ya se había percatado de las consecuencias deflacionarias de superávit permanentes en la balanza de pagos, y proponía penalizar a los países con superávit en la misma medida que a los deficitarios, pero su propuesta fue rechazada.

**BIBLIOGRAFÍA**

- BAHMANI-OSKOOEE, M.; NIROOMAND, F. (1998): “Long-Run Price Elasticities and the Marshall-Lerner Condition Revisited”, *Economic Letters*, 61 (1) (October), pp. 101-109. Elsevier Science.
- BANCO MUNDIAL: <<http://data.worldbank.org/indicador/FS.AST.DOMS.GD.ZS>>.
- BAJO, O.; MONTERO, M. (1995): “Un modelo econométrico ampliado para el comercio exterior español, 1977-1992”, *Moneda y Crédito*, 201, pp. 153-182.
- BARRIOS, S.; IVERSEN, P.; LEWANDOWSKA, M.; SETZER, R. (2009): *Determinants of Intra-Eurozone Bond Spreads During the Financial Crisis*. (European Economy, Economic Paper, 388). Brussels: European Commission.
- BLANCHARD, O. (2007): “Current Account Deficits in Rich Countries”, *IMF Staff Papers, Palgrave Macmillan Journals*, 54 (2) (June), pp. 191-219.
- BLANCHARD, O.; GIAVAZZI, F. (2002): “Current Account Deficits in the Euro Area: The End of the Feldstein-Horioka Puzzle?”, *Brookings Papers on Economic Activity*, 2, pp. 147-186.
- BUISÁN, A.; GORDO, E. (1994): “Funciones de importación y exportación de la economía española”, *Investigaciones Económicas*, 18 (1), pp. 165-192.
- CHINN, M.D. (2005): “Doomed to Deficits? Aggregate U.S. Trade Flows Re-Examined”, *Review of World Economics*, 141 (3), pp. 460-485.
- EICHENGREEN, B. (2010): *Imbalances in the Euro Area*. Berkeley, CA: University of California. <[http://elsa.berkeley.edu/~eichengr/Imbalances\\_Euro\\_Area\\_5-23-11.pdf](http://elsa.berkeley.edu/~eichengr/Imbalances_Euro_Area_5-23-11.pdf)>.
- FERNÁNDEZ, I.; SEBASTIÁN, M. (1991): “El sector exterior y la incorporación de España a la CEE: análisis a partir de funciones de exportaciones e importaciones”, en C. Molinas, M. Sebastián y A. Zabalza [ed.]: *La economía española. Una perspectiva macroeconómica*. Barcelona: Bosch.
- FRÍAS, I.; IGLESIAS, A. (2003): “Especialización e modelos de comercio en Europa”, *Revista Galega de Economía*, 12 (2), pp. 107-137.
- FRÍAS, I.; IGLESIAS, A. (2004): “Economic Challenges and Consequences of the EU Enlargement for Trade and Development of Candidate States”, *Applied Econometrics and International Development*, 4 (1), pp. 55-72.
- GARCÍA, C.; GORDO, E.; MARTÍNEZ-MARTÍN, J.; TELLO, P. (2009): *Una actualización de las funciones de exportación e importación de la economía española*. (Documentos Ocasionales del Banco de España, 0905). Madrid: Banco de España.
- GIAVAZZI F.; SPAVENTA L. (2010): *Why the Current Account May Matter in a Monetary Union: Lessons from the Financial Crisis in the Euro Area*. (CEPR Discussion Paper, 8008). London: Center for Economic Policy Research (CEPR).
- GOLDSTEIN, M.; KHAN, M.S. (1985): “Income and Price Effects in Foreign Trade”, en R.W. Jones y P.B. Kenen [ed.]: *Handbook of International Economics*, II. Elsevier Science.
- GROS, D. (2011): *External Versus Domestic Debt in the Euro Crisis*. (CEPS Policy Brief, 243). Brussels: Centre for European Policy Studies (CEPS).
- HOUTHAKKER, H.S.; MAGEE, S. (1969): “Income and Price Elasticities in World Trade”, *Review of Economics and Statistics*, 51 (3), pp. 111-125.
- INTERNATIONAL MONETARY FUND (2010): *Global Financial Stability Report*. Washington, DC: International Monetary Fund (IMF).
- JOHANSEN, S. (1988): “Statistical Analysis of Cointegration Vectors”, *Journal of Economic Dynamics and Control*, 12 (2-3), pp. 231-254.

- JOHANSEN, S.; JOSELIUS, K. (1990): "Maximum Likelihood Estimation and Inference on Cointegration with Application to Demand for Money", *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 52 (2), pp. 169-210.
- KRUGMAN, P.R.; OBSTFELD, M. (2001): *Economía Internacional. Teoría y Política*. 5ª ed. Madrid: Addison-Wesley.
- KRUGMAN, P. (2009): *El retorno de la economía de la depresión y la crisis actual*. Barcelona: Crítica.
- LANE, P. (2010): *A European Perspective on External Imbalances*. (SIEPS Report, 2010/5). Stockholm: Swedish Institute for Economic Policy Studies (SIEPS).
- MAULEÓN, I.; SASTRE, L. (1996): "An Empirical Model for the Spanish Foreign Trade", *Economic and Financial Modelling*, 3 (3), pp. 101-144.
- MAYES, D.G. (1981): *Applied Econometrics*. Prentice-Hall.
- MONTAÑÉS, A.; SANZO, M. (1996): "Una estimación de la función de importaciones españolas de manufacturas tras la integración en la Unión Europea", *Investigaciones Económicas*, XX (2), pp. 195-215.
- OECD (2004): *Channels for Narrowing the US Current Account Deficit and Implications for Other Economies*. (Working Paper, 390). OECD, Economics Department.
- ORCUTT, G.H. (1950): "Measurement of Price Elasticities in International Trade", *Review of Economics and Statistics*, 32 (2), pp. 117-132.
- SCHMITZ, B.; VON HAGEN, J. (2011): "Current Account Imbalances and Financial Integration in the Euro Area", *Journal of International Money and Finance*, 30, pp. 1676-1695.
- THIRLWALL, A.P. (1983): "Foreign Trade Elasticities in Centre-Periphery Models of Growth and Development", *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, 146 (September), pp. 249-261.
- THIRLWALL, A.P. (2003): *La naturaleza del crecimiento económico, Un marco alternativo para comprender el desempeño de las naciones*. México DF: Fondo de Cultura Económica.