

OS DESEQUILIBRIOS POR CONTA CORRENTE E A CRISE NA EUROZONA

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

Recibido: 23 de febreiro de 2012

Aceptado: 7 de maio de 2012

Resumo: Neste traballo estudamos os factores que determinan a sostibilidade dos défcits correntes na área euro e a súa vinculación coa crise, centrándonos en especial en España. A estimación das ecuacións de comercio exterior españolas mostran unha situación sostible dos défcits que poderían terse alcanzado diminuíndo o diferencial de crecemento entre España e os seus socios, especialmente a través de dúas vías: en primeiro lugar, cunha actuación concertada na Unión Monetaria Europea (UME) que aumentase a demanda agregada nos países centrais por riba dos periféricos, aliviando as presións da crise; e, en segundo lugar, cunha redución do compoñente procíclico introducido polas variables monetarias e crediticias.

Palabras clave: Déficit por conta corrente / Desequilibrios na eurozona / Unión Monetaria Europea / Comercio exterior en España / Modelos de corrección de erro / 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

Ata o ano 1973 a economía mundial estivo operando baixo un sistema de tipos de cambio fixos con respecto ao dólar, no que os bancos centrais interviñan de forma continua para manter os tipos de cambio dentro dos niveis acordados internacionalmente. Con posterioridade, os países industrializados operaron nun sistema mixto de tipos de cambio flexibles intervídos. Neste escenario, algúns países constituíron unións cambiarias –a máis importante destas unións foi o *Sistema Monetario Europeo (SME)*– polas que os seus membros acordaron fixar os tipos de cambio das súas moedas, permitindo que estas flutuasen con respecto ás moedas de terceiros países.

A culminación do SME foi a posta en circulación da moeda única europea en xaneiro de 2002, que veu alterar o marco de referencia que rexía as relacións financeiras entre os países, principalmente entre os Estados membros da Unión Económica e Monetaria (UEM). Consustancial con este proceso foi a intensificación das relacións comerciais entre estes países integrados na UEM. As autoridades económicas dos Estados membros da UEM tiveron que alcanzar o seu obxectivo básico

de contrarrestar as perturbacións económicas que orixinan as flutuacións do produto, do emprego e da inflación nunha contorna diferente. Nunha situación na que non é posible recorrer á modificación dos tipos de cambio nominais, alcanzar os obxectivos de equilibrio interno sen o sacrificio do equilibrio externo resultoulles a moitos Estados unha cuestión complicada.

Aínda que a atención da opinión pública se centrou na débeda soberana e nos desequilibrios do sector público, os desequilibrios externos non foron irrelevantes no proceso de crise ao que se enfronta a área euro na actualidade. Como mostran algúns análises, existe unha forte relación entre as primas de risco e varios indicadores da débeda externa¹ (Gros, 2011; FMI, 2010; Barrios *et al.*, 2009).

En relación cos desequilibrios correntes, hai un feito na área euro que requiriu atención: mentres que esta área no seu conxunto se mantivo como un espazo practicamente pechado ao exterior desde o comezo da UEM, os países da periferia experimentaron déficits correntes persistentes fronte aos fortes superávits dalgúns países centrais –en especial, de Alemaña e de Holanda–.

A literatura que se aproxima aos desequilibrios por conta corrente que se produciron na área euro ten o seu punto de arranque no traballo de Blanchard e Giavazzi (2002)². Neste estudo, realizado nunha fase aínda moi temperá da moeda única, os autores consideraban que eses desequilibrios respondían ao que a teoría suxire que debe suceder nun proceso de maior integración comercial e financeira: un incremento do investimento nos países máis pobres, debido ás súas maiores taxas de retorno esperadas, e unha diminución no seu aforro, na medida en que se trata dos países con mellores perspectivas de crecemento. O contrario observárase nos países máis ricos. Trataríase, polo tanto, dun proceso necesario para a converxencia dos máis pobres.

Posteriormente, algúns estudos confirmaron a existencia dentro da área euro deses fluxos de capital desde os países cunha elevada renda *per capita* cara aos de baixa (Schmitz e Von Hagen, 2011; Lane, 2010). Segundo as estimacións de Schmitz e Von Hagen (2011), os países periféricos terían experimentado déficits tanto fronte ao resto dos países do eurosistema como fronte ao resto do mundo, mentres que Alemaña e Holanda terían mantido fortes superávits fronte ao eurosistema que se terían compensado, cando menos en parte, con déficit co resto do mundo. Isto é, en palabras dos autores, Alemaña e Holanda tenderon a tomar prestado do resto do mundo e a prestarlles a outros países da UE, “*posicionándose así como intermediarios financeiros en Europa*” (p. 1683). Porén, o estoupido da crise financeira e os subsecuentes problemas de débeda soberana puxeron en cuestión que eses fluxos financeiros se viran acompañados polo esperado proceso de converxencia dos países periféricos.

¹ En xeral, pode asumirse que existe un límite para o cociente do déficit exterior con respecto ao PIB e da débeda externa con respecto ao PIB máis alá do cal os mercados se poñen nerviosos e un país é incapaz de conseguir máis crédito.

² Como eles mesmos indican, o seu traballo persegue contrastar a hipótese de Ingram.

Ante estas dúbidas, hai un aspecto positivo que consideramos que debe ser resaltado: malia a deterioración dos seus saldos por conta corrente entre os anos 2000 e 2007, a maioría dos países periféricos –en concreto, España, Grecia e Irlanda– non viron diminuír a súa participación no total de exportacións da área euro e, en xeral, foron as súas importacións as que reaccionaron máis intensamente ao avance do proceso integrador. É este o feito sobre o que centramos a nosa análise e o que explica que, en lugar de adoptar a perspectiva aforro-investimento antes exposta, recorramos á visión complementaria que proporciona o modelo de crecemento de Thirlwall.

Neses modelos, a diferenza entre as elasticidades-ingreso das ecuacións de exportacións e de importacións é o que constitúe o elemento clave dos problemas da periferia e do éxito do centro (Thirlwall, 1983). As diverxencias entre as taxas de crecemento dos países débense a diferenzas nas taxas de crecemento de equilibrio, asociadas sobre todo con diferenzas nas elasticidades-ingreso da función de demanda de exportacións e importacións; temporalmente, a entrada de capitais foráneos pode actuar como un elemento compensador e flexibilizar a anterior relación.

Este traballo céntrase no estudo dos factores que determinan a sostibilidade dos déficits correntes na área euro e a súa vinculación coa crise. Aínda que sería de interese estender a análise a todos os periféricos, estudamos eses factores no caso español co fin de obter resultados máis precisos.

O artigo estrutúrase do seguinte modo. Na sección 2 revisamos a evolución das importacións e das exportacións en países da UEM; na sección 3 presentamos algúns feitos estilizados referidos ao acontecido nos países periféricos desde a perspectiva do aforro e do investimento; na sección 4 expoñemos as principais características do modelo de crecemento de Thirlwall; na sección 5 estudamos, desde a estimación deses modelos, a evolución da competitividade real en España; na sección 6 preguntámonos, por un lado, se os gobernos deberían ter intervido para corrixir estes desequilibrios e, por outro, por que os déficits correntes son relevantes na área euro cando son irrelevantes noutras áreas monetarias. Por último, presentamos as principais conclusións do traballo.

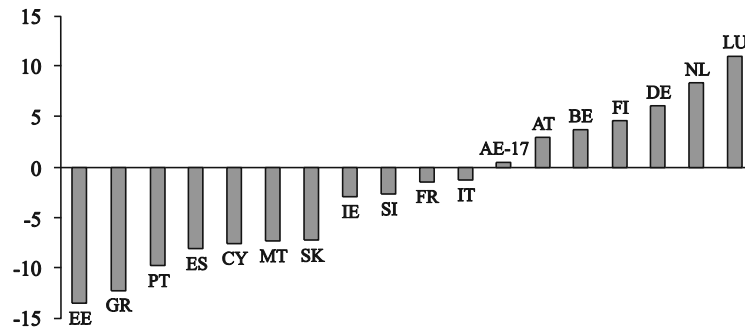
2. EVOLUCIÓN DO COMERCIO EXTERIOR NOS PAÍSES DA UEM

Na área euro cómpre destacar dous feitos que requiren atención:

- En conxunto, a área euro actuou como un espazo practicamente pechado ao exterior en termos de balanza por conta corrente desde a introdución da moeda única.
- Atendendo ao comportamento dos seus membros, obsérvanse pautas diferenciadas (gráficas 1 e 2). Por unha parte, os países da periferia contabilizaron déficits correntes elevados e persistentes, que experimentaron o seu maior crecemento nos períodos previos ao agravamento da crise financeira no ano 2008; e, por outra

parte, os países centrais (en especial Alemaña e Holanda) mantiveron fortes superávits. A raíz da crise suavízanse en xeral estas tendencias.

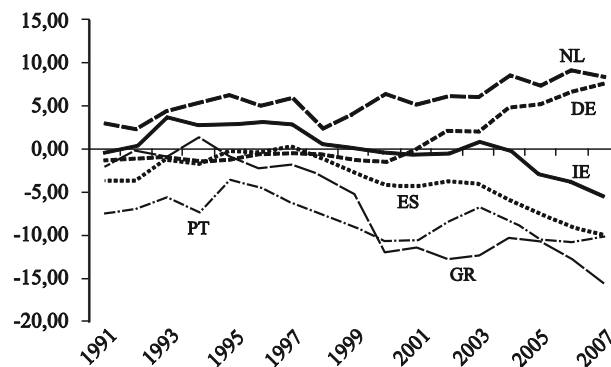
Gráfica 1.- Saldo medio da balanza corrente nos países da UEM, 2004-2007 (en porcentaxe do PIB)



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: Bélxica; FI: Finlandia; DE: Alemaña; NL: Holanda; LU: Luxemburgo.

FONTE: Elaboración propia a partir dos datos de AMECO.

Gráfica 2.- Saldo da balanza corrente, 1991-2007 (en porcentaxe do PIB)



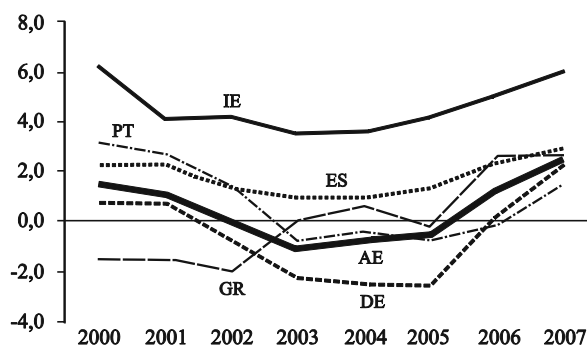
NOTA: DE: Alemaña; ES: España; GR: Grecia; IE: Irlanda; NL: Holanda; PT: Portugal.

FONTE: AMECO.

Cómpre considerar a situación cíclica destas economías durante o período estudado (gráfica 3). A área euro no seu conxunto atravesaba por unha fase de estancamento, cunha brecha do PIB negativa entre os anos 2002 e 2005, producíndose unha recuperación posterior ata o ano 2007. Nos periféricos, só Portugal segue esa tendencia; Grecia comeza unha recuperación no ano 2003, mentres que España e

moi especialmente Irlanda manteñen un PIB efectivo superior ao potencial durante todo o período.

Gráfica 3.- Brecha do PIB: desviacións do PIB efectivo con respecto ao PIB potencial (en porcentaxe do PIB potencial)



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

FONTE: OCDE: *Economic Outlook 90 Database*.

Tendo en conta as circunstancias expostas, revisamos o acontecido en liñas xeais no comercio exterior dos países da UEM no período 2000-2007, non incluíndo os países que se incorporan a ela a partir do ano 2004, e prestándolle unha especial atención á evolución nos periféricos, e en concreto a España. En adiante, denominamos “periféricos” aos catro países que foron perceptores dos fondos de cohesión europeos antes da ampliación da UE no ano 2004: España, Grecia, Irlanda e Portugal, que foron ademais os países máis azoutados pola crise da débeda soberana³.

Desde a posta en marcha do euro ata a crise todos os países da Unión Monetaria incrementaron as súas exportacións a un ritmo considerable, especialmente Alemaña, Austria, Irlanda e Finlandia. Tamén foi intenso o ritmo de crecemento das exportacións dos países periféricos como Portugal, España e Grecia (táboa 1, gráfica 4).

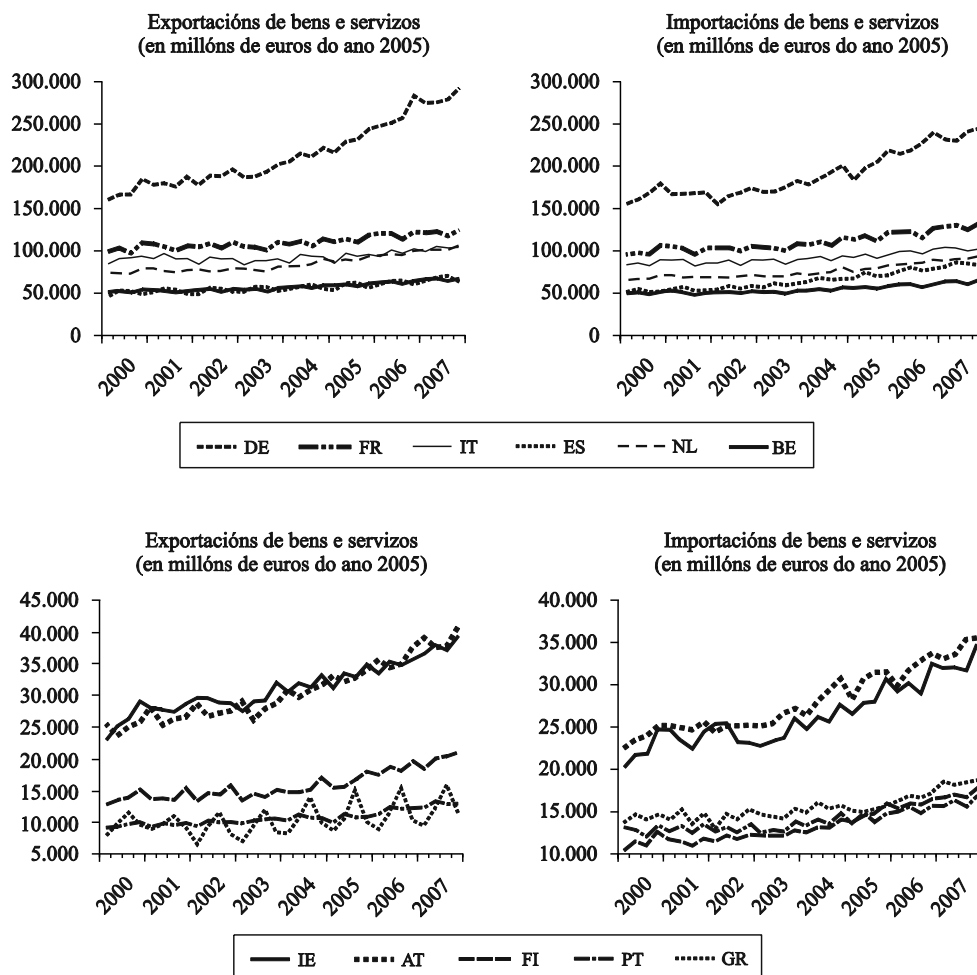
Táboa 1.- Exportacións e importacións de bens e servizos. Crecemento anual (%), 2000-2007

	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: Bélxica; DE: Alemaña; IE: Irlanda; GR: Grecia; ES: España; FR: Francia; IT: Italia; NL: Holanda; AT: Austria; PT: Portugal; FI: Finlandia.

FONTE: Eurostat: *National Accounts*.

³ Irlanda deixou de percibirlos a partir do 1 de xaneiro de 2004 debido a que o seu PIB *per capita* superaba xa o 90% da media comunitaria.

Gráfica 4.- Exportacións e importacións en países da UEM, 2000-2007

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

FONTE: Eurostat: *National Accounts*.

Unicamente Francia e Italia experimentaron crecementos das exportacións inferiores aos do conxunto o que, unido ao maior crecemento das importacións, explica a súa posición exterior.

Debe subliñarse que a deterioración das contas exteriores dos países periféricos se basea no crecemento das importacións a un ritmo intensísimo, especialmente en España, Irlanda e Grecia. A este factor habería que sumarlle a desfavorable situación de partida de Portugal e de Grecia.

Austria e Alemaña forxaron os seus superávits comerciais nun menor, aínda que intenso, crecemento das importacións; situación que fortaleceu Holanda a través do mesmo mecanismo. Bélxica e Finlandia sostiveron o seu superávit, a pesar do maior ritmo de crecemento das importacións.

Para explicar as diferenzas na evolución dos saldos correntes recórrese a indicadores que reflicten a deterioración da competitividade nominal nos periféricos (táboa 2). Agora ben, dado que o incremento das exportacións tamén foi importante nestas economías, estes indicadores só están recollendo unha parte dunha situación máis complexa. Por iso, é conveniente analizar con máis detalle os modelos de comercio en Europa e, concretamente, en España.

Táboa 2.- Indicador de competitividade harmonizado (baseado nos deflatores do PIB). Cambio porcentual desde 1998 Q4 (medias do 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: Bélxica; DE: Alemaña; IE: Irlanda; GR: Grecia; ES: España; FR: Francia; IT: Italia; NL: Holanda; AT: Austria; PT: Portugal; FI: Finlandia.
Un valor positivo indica deterioro da competitividade.

FONTE: BCE.

Para caracterizar eses modelos de comercio en Europa calculamos o índice de Grubel-Lloyd (IT) utilizando os fluxos comerciais bilaterais de 23 industrias para os anos 1986, 1992, 2001 e 2007 das principais economías da UE (táboas 3 e 4). O índice IT será igual a un cando o comercio entre dous países sexa enteiramente intra-industrial; pola contra, se o esquema de comercio dominante é o inter-industrial, o índice IT terá un valor próximo a cero⁴.

Reino Unido, Francia, Alemaña, Austria, Holanda e Bélxica eran os países que no ano 1986 tiñan unha maior proporción de comercio intra-industrial, especialmente entre eles. Dinamarca, España, Irlanda e Italia situábanse en posicións intermedias. Grecia e Portugal eran os países onde o comercio inter-industrial tiña unha importancia maior. Finlandia e Suecia presentaban valores para os seus índices inferiores aos de países cun nivel de desenvolvemento similar, pero que naquel momento formaban parte da CE.

Malia que os modelos comerciais en Europa non sufriron un cambio radical nos últimos vinte e cinco anos, a maior parte dos países aumentaron a participación do seu comercio intra-industrial, o que probablemente estea relacionado cunha mellora da capacidade das empresas europeas para competir a escala continental. Unica-

⁴ O comercio inter-industrial reflicte a existencia de vantaxes comparativas entre países. O comercio intra-industrial revela a presenza de economías de escala que impiden que cada país produza a enteira gama de produtos que consome. Ambos os dous tipos de comercio –inter e intra-industrial– dependen da existencia de similitudes e diferenzas entre países. Se dúas economías son moi similares, prevalecerá o comercio intra-industrial; se non son tan similares, florecerá o comercio inter-industrial apoiado nas vantaxes comparativas. Unha visión máis xeral preséntase en Frías e Iglesias (2003, 2004).

mente Irlanda ou Finlandia se apartaron desta tendencia xeral, pois ambos os dous países aumentaron o seu comercio inter-industrial baseado nas vantaxes comparativas, á vez que abrían as súas economías e reforzaban o superávit do seu saldo comercial.

Polo que respecta a España, o seu modelo de comercio teríase homologado co dos países que no ano 1986 formaban parte do grupo de cabeza, sendo especialmente destacable a intensificación das súas relacións comerciais intra-sectoriais cos seus principais socios comerciais, especialmente con Francia. Esta intensificación do comercio intra-industrial revela un cambio nas exportacións agregadas de España, poñendo de manifesto un incremento do contido tecnolóxico destas e, polo tanto, explicando parcialmente o incremento dos prezos relativos de exportación de España.

Táboa 3.- Índices axustados de Grubel-Lloyd (medias industriais)

ANOS	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: Alemaña; AT: Austria; LU+BE: Luxemburgo+Bélxica; DK: Dinamarca; ES: España; FI: Finlandia; FR: Francia; GR: Grecia; NL: Holanda; IE: Irlanda; IT: Italia; PT: Portugal; UK: Reino Unido; SE: Suecia.
As medias nacionais foron ponderadas co total dos fluxos comerciais.

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

Táboa 4.- Índices axustados de Grubel-Lloyd para España (medias industriais)

ANOS	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: Alemaña; AT: Austria; LU+BE: Luxemburgo+Bélxica; DK: Dinamarca; FI: Finlandia; FR: Francia; GR: Grecia; NL: Holanda; IE: Irlanda; IT: Italia; PT: Portugal; UK: Reino Unido; SE: Suecia.
As medias nacionais foron ponderadas co total dos fluxos comerciais.

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

3. OS SALDOS CORRENTES DESDE A PERSPECTIVA DO AFORRO E DO INVESTIMENTO

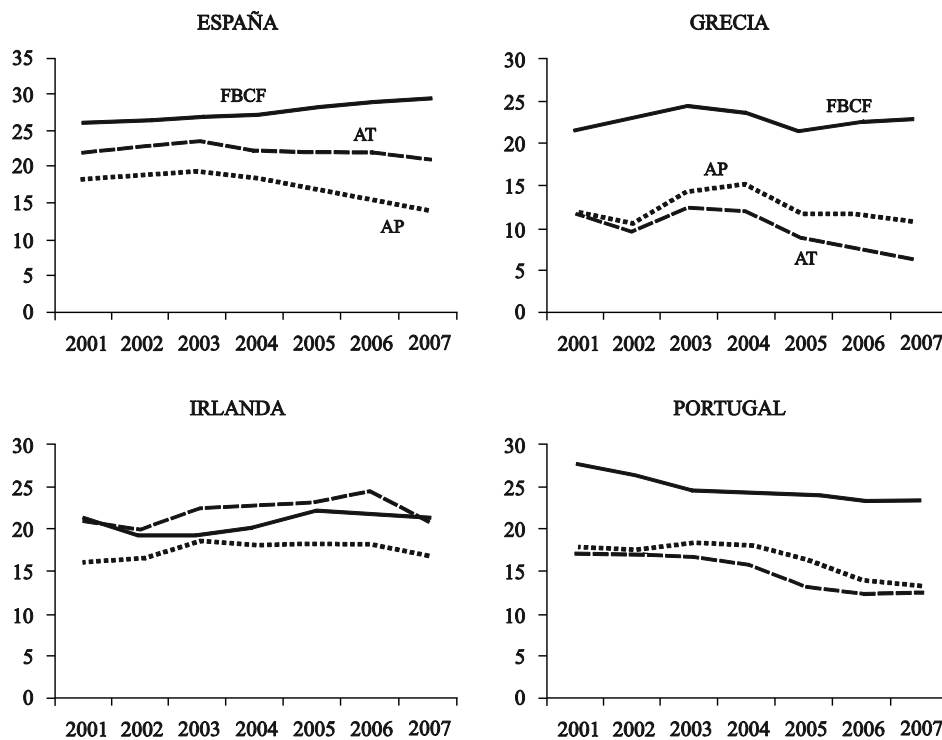
Como se deduce das identidades da contabilidade nacional, os desequilibrios da balanza corrente poden estudarse desde dúas perspectivas: por unha parte, desde o comportamento das importacións e das exportacións e, por outra, desde os desequilibrios entre o aforro e o investimento. Aínda que, como xa indicamos, non é a perspectiva aforro-investimento a que adoptamos no resto do traballo, estimamos de interese introducir algúns datos relacionados con estas variables que com-

plementen o panorama do sucedido nos países periféricos e, en concreto, en España.

As tendencias que se observan nos países periféricos ata o agravamento da crise no ano 2008 foron as seguintes (gráfica 5):

- Unha caída brusca da porcentaxe de aforro nacional a partir do ano 2003, agás en Irlanda. En España a causa principal está na caída do aforro privado, compensada en parte polos superávits públicos. En Grecia e en Portugal á importante caída no aforro privado que se produce desde o ano 2004 súmaselle o efecto dos déficits públicos dos Gobernos. En Irlanda, a porcentaxe do aforro privado mantense bastante estable desde o ano 2003 e os superávits públicos incrementan o aforro total.
- Un comportamento dispar no investimento. Aumenta considerablemente a porcentaxe en España e en Irlanda, mostra unha tendencia decrecente en Portugal, e flutúa en Grecia.

Gráfica 5.- Aforro bruto e formación bruta de capital fixo en países periféricos (en porcentaxe do PIB)

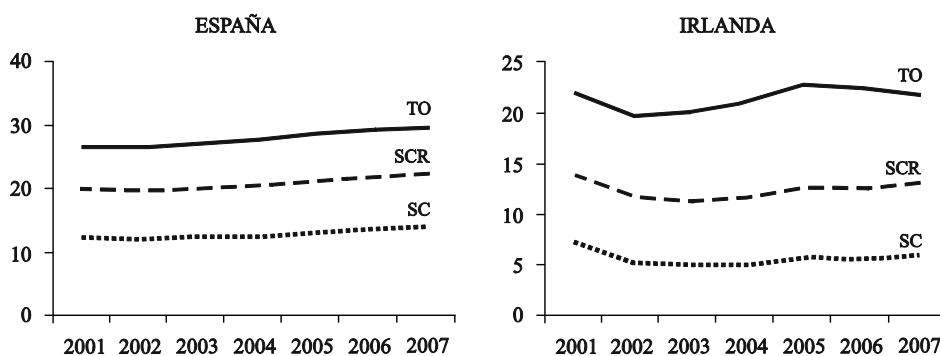


NOTA: AT: Aforro total; AP: Aforro privado; FBCF: Formación bruta de capital fixo.

FONTE: Elaboración propia a partir dos datos de AMECO.

Dado que os dous primeiros padeceron *booms* inmobiliarios, cómpre preguntarse se ao eliminarse o efecto da construción residencial segue manténdose unha tendencia crecente no investimento. Como se aprecia na gráfica 6, en España prodúcese un incremento da formación bruta de capital fixo (en porcentaxe do PIB) tamén sen construción residencial e, mesmo, sen construción, que pasa neste último caso dun 12% no ano 2002 a un 13,9% no ano 2007. No período 2002-2007, a FBCF aumenta 3,2 puntos porcentuais con respecto ao PIB –pasando dun 26,3% a un 29,5%–, dos que un 0,8% sería atribuíble exclusivamente á construción residencial. Nesa mesma gráfica podemos apreciar que en Irlanda, logo dun descenso brusco, prodúcese unha recuperación no investimento, mesmo tamén no dato que exclúe a construción, aínda que este incremento é máis suave que no caso de España –pasando dun 5,1% no ano 2002 a un 5,8% no ano 2007–. Cómpre ter en conta que tanto en España coma en Irlanda as porcentaxes sinaladas están aumentando nun contexto de forte crecemento do PIB.

Gráfica 6.- FBCF con e sen construción (en porcentaxe do PIB)



NOTA: SC: Sen construción; SCR: Sen construción residencial; TO: Total.

FONTE: Elaboración propia a partir dos datos de AMECO.

Relacionadas co aforro e co investimento, hai dúas variables cuxa evolución nos países periféricos resulta de interese: o crédito bancario e os tipos de xuro reais.

Con respecto ao primeiro, tivo lugar un incremento desmesurado do crédito bancario (gráfica 7). O seu forte crecemento en relación co PIB en España, Irlanda e Portugal, especialmente notable desde o ano 2004, sitúase moi por riba da media da zona euro. Tamén foi importante o aumento en Grecia. A pesar diso, mantevo porcentaxes inferiores á media.

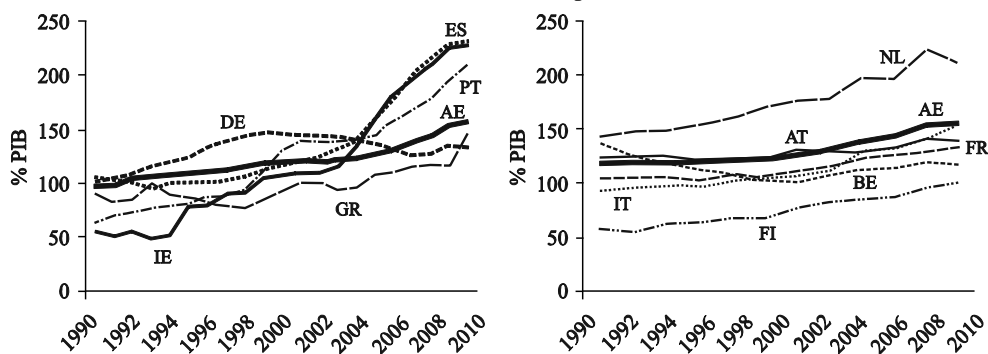
Con respecto aos tipos de xuro, na gráfica 8 pode observarse que os tipos reais no curto prazo foron negativos nestes países durante unha gran parte do período considerado. Pola contra, en xeral foron positivos nos dez países restantes que configuraban a área euro a comezos da década –non dispoñemos do dato de Luxemburgo–, con algunhas excepcións en Bélxica, Italia e Holanda. Alemaña e Finlandia son as que presentan maiores tipos reais no curto prazo durante o período.

Tamén os tipos de xuros reais no longo prazo (gráfica 9) son máis baixos nos catro países periféricos, destacando o caso de España onde os tipos reais no longo prazo son negativos ou case nulos no período 2003-2006.

Polo tanto, entre os patróns que máis se repiten nos países periféricos nas variables consideradas figuran a caída do aforro privado e o crecemento elevado do crédito, acompañados duns tipos de xuro reais negativos no curto prazo, e baixos e mesmo negativos no longo prazo. No investimento dáse unha evolución máis dispar, o que pon en evidencia as diferenzas nas realidades tanto cíclicas coma estruturais destes países.

Nos casos de España e de Irlanda, a expansión forte do crédito e os tipos de xuros reais negativos coinciden cunha etapa expansiva do ciclo –con crecements do PIB efectivo claramente superiores ao potencial–, o que denota un elevado compoñente procíclico na variable financeira e na política monetaria.

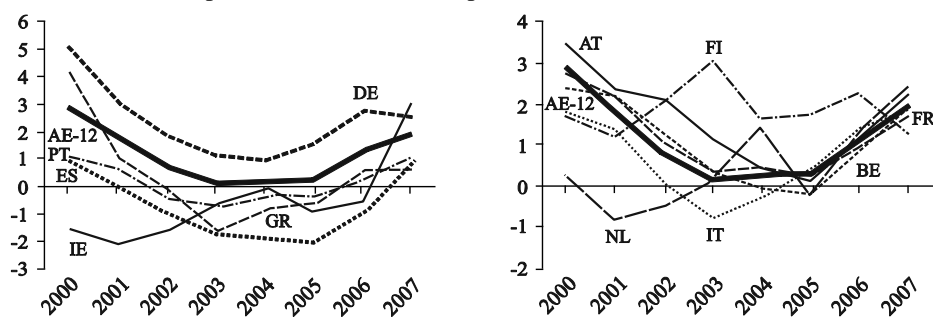
Gráfica 7.- Crédito bancario (en porcentaxe do PIB)



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

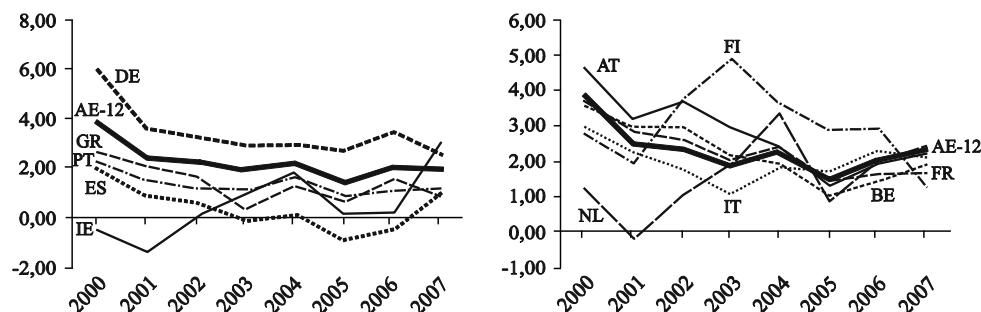
FONTE: Banco Mundial.

Gráfica 8.- Tipo de xuro real no curto prazo (%) (calculado con deflactor PIB)



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

FONTE: AMECO.

Gráfica 9.- Tipo de xuro real no longo prazo (%) (calculado con deflactor PIB)

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

FONTE: AMECO.

4. O MODELO DE THIRLWALL

Os modelos básicos referidos ás ecuacións de comercio exterior responden a un esquema de comercio internacional que se caracteriza pola existencia de fluxos comerciais bidireccionais na práctica totalidade dos produtos, e polo incumprimento da lei do prezo único⁵. O modelo típico ten a seguinte formulación:

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

$$X = \beta (P/EP^*)^\eta Z^\varepsilon \quad (\text{para a ecuación de exportacións}) \quad (2)$$

onde M son as importacións; Y é a produción interior; EP^*/P é o tipo de cambio real; E é o tipo de cambio nominal; P^* é o nivel de prezos exterior; P é o nivel de prezos interno; X son as exportacións; e Z é a produción exterior.

Este enfoque do axuste do sector exterior baseado nas elasticidades recibiu importantes achegas de autores da altura de Marshall, Lerner ou Robinson. Porén, a principal crítica que sufriu se basea en que, ao tratarse dun modelo de equilibrio parcial, ignora as relacións existentes entre os tipos de cambio e algunhas variables básicas como o tipo de xuro, a taxa de inflación ou a oferta monetaria.

O modelo de crecemento de Thirlwall (1983) permite deducir que é a diferenza entre as elasticidades-ingreso das ecuacións de exportacións e importacións o elemento clave dos problemas da periferia e do éxito do centro. As diferenzas entre as taxas de crecemento de equilibrio dos distintos países están explicadas polas elasticidades-ingreso das funcións de demanda de exportacións e importacións. A entrada de capitais foráneos pode modificar a anterior relación, favorecendo o crecemento do país que recibe recursos externos.

⁵ Unha análise pormenorizada da especificación das ecuacións de comercio exterior pode atoparse en Goldstein e Khan (1985).

A ecuación (3) recolle a restrición contable de que as importacións son financiadas con ingresos derivados das exportacións e con entradas netas de capital (C).

$$P X + C = P^* M E \quad (3)$$

A ecuación (4) expresa a anterior restrición en taxas de crecemento:

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

onde o parámetro θ recolle a porcentaxe das exportacións nos ingresos para financiar as importacións, e $(1 - \theta)$ é a participación das entradas de capital.

As seguintes relacións correspóndense coas anteriores ecuacións de comercio exterior (1) e (2), expresadas en taxas de crecemento:

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

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

Substituíndo (5) e (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 a seguinte condición de equilibrio:

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

onde o primeiro sumando $(p - p^* - e)$ recolle o efecto da relación real de intercambio; o segundo $(\theta \eta + \psi) (p - p^* - e)$ mide o efecto de cambios nos prezos relativos sobre o volume do comercio; o terceiro $\theta \varepsilon z$ mide o impacto dos cambios esóxenos no PIB exterior; e o último $(1 - \theta) (c - p)$ recolle o exceso de crecemento financiado con entradas de capitais.

Se os prezos relativos permanecen inalterados $(p - p^* - e) = 0$, a taxa de crecemento da economía dependerá do crecemento das exportacións, das entradas de capital exterior e da elasticidade do ingreso das exportacións e das importacións $y = [\theta \varepsilon z + (1 - \theta) (c - p)] / \pi^6$.

⁶ Existe unha regularidade empírica –detectada por Thirlwall (1979) e por Krugman (1989)–, na que a taxa de crecemento dun país (g_t) en relación coa dos demais países (z_t) é equiproporcional ao cociente entre as elasticidades das funcións de demanda de exportacións e importacións ($g_t/z_t = \varepsilon / \pi$, relación derivada no modelo de crecemento restrinxido polas importacións sen incorporar os movementos de capital). Thirlwall sostén que a dirección da causalidade vai desde as elasticidades, que reflicten a estrutura produtiva, á taxa de crecemento (elasticidade \rightarrow crecemento). Porén, Krugman sinala que o crecemento do factor traballo determina o crecemento da produción, un rápido crecemento da produción leva a un rápido crecemento das exportacións e a unha aparentemente maior elasticidade-ingreso da función de exportacións.

A única resposta razoable no longo prazo para elevar a taxa de crecemento dun país de forma consistente co equilibrio da balanza de pagamentos é un cambio estrutural que eleve ε e reduza π . Así mesmo, tamén afecta positivamente a entrada de capitais exteriores, sobre todo se toman posicións no longo prazo.

A maior parte da literatura empírica concédelle á evolución da renda a máxima importancia para explicar o comportamento dos fluxos comerciais⁷. A partir do traballo seminal de Houthakker e Magee (1969), púxose unha grande énfase nos diferenciais de crecemento entre os países, debido ás diverxencias obtidas na estimación das elasticidades-ingreso das ecuacións de importación e de exportación. Neste sentido, estes autores argumentaban que as estimacións das elasticidades-renda permiten concluír a que velocidade debe crecer un país en relación co resto do mundo para evitar ter déficit ou superávit permanentes na súa balanza comercial –asumindo que se parte dunha situación na que a balanza comercial está equilibrada–.

En definitiva, se os prezos internacionais non se axustan ou os fluxos comerciais son pouco sensibles aos cambios nos prezos⁸, serán a produción e o crecemento os encargados de axustar as importacións e as exportacións. A posta en marcha do euro requiriría de políticas correctoras dos desequilibrios das contas exteriores que poderían terse previsto atendendo aos resultados obtidos na estimación das ecuacións de comercio exterior dos países membros.

5. A COMPETITIVIDADE REAL DA ECONOMÍA ESPAÑOLA DESDE A SÚA ENTRADA NA UE

Desde a súa entrada na UE no ano 1986, as exportacións e as importacións españolas seguiron unha senda de crecemento continuado a unhas taxas medias anuais moi elevadas: un 6,21% as exportacións e un 7,61% as importacións.

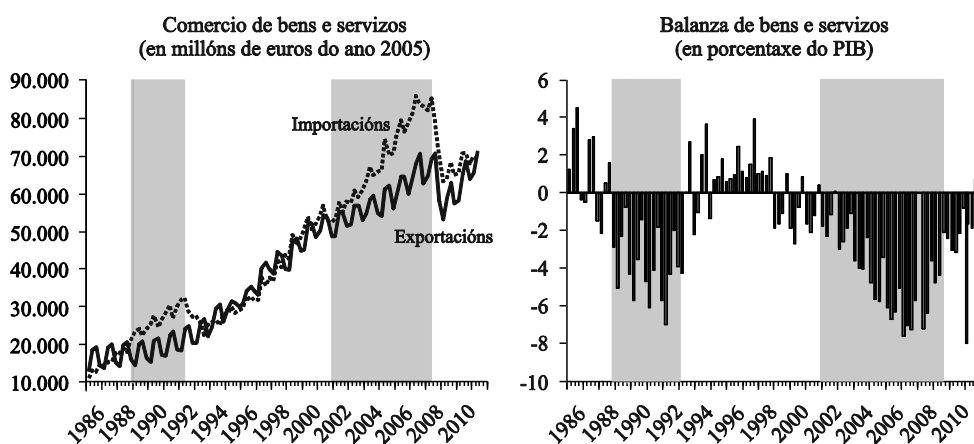
Cómpre destacar neste período que os incrementos do déficit corrente se produciron, precisamente, nas etapas de maior intensificación do diferencial de crecemento entre España e os seus principais socios comerciais, incrementos que resultaron bruscamente interrompidos polas crises dos anos 1992 e 2008 (gráfica 10).

⁷ Nos primeiros estudos realizados con anterioridade á Segunda Guerra Mundial mostrábase unha certa inquietude pola estimación de valores moi reducidos para a elasticidade-prezo das importacións. Nun artigo xa clásico, pero aínda pleno, Orcutt (1950) expón as principais causas da estimación dun valor tan reducido para esta elasticidade: 1) a existencia dun problema de identificación, propio dos sistemas de ecuacións simultáneas; 2) a presenza dunha desviación por agregación; 3) as dificultades de medida das variables; 4) a ausencia de especificación da estrutura dinámica do modelo; 5) os cambios ocorridos nos prezos foron de pequena intensidade. Algunhas das cuestións alí formuladas foron resoltas cos avances das técnicas econométricas, pero outras permanecen sen resolver.

⁸ Nos modelos convencionais, o equilibrio do mercado de produto no longo prazo vén dado pola igualdade entre produto e demanda agregada, e cúmprese cando as empresas non incrementan ou diminúen de forma involuntaria os seus niveis de inventarios. O produto está determinado pola oferta de factores produtivos, que son plenamente utilizados, e o tipo de cambio real axústase para igualar a demanda agregada co produto real (Krugman e Obstfeld).

As táboas 5 e 6 permiten valorar as diferenzas observadas na evolución das exportacións e das importacións nos distintos subperíodos considerados en relación cos ciclos da economía española e dos seus principais socios comerciais. A gráfica 11 permite avaliar a diferenza no crecemento do produto en España e nos seus principais socios comerciais, fundamentalmente nos períodos de máximo crecemento da economía española.

Gráfica 10.- Comercio de bens e servizos de España, 1986-2011



FONTE: Eurostat: *National Accounts*.

Táboa 5.- Evolución do comercio exterior de España e dos seus determinantes

PERÍODO	CRECIMENTO EXPORT. (%)	CRECIMENTO IMPORT. (%)	CRECIMENTO PIB DO RESTO MUNDO (%)	CRECIMENTO PIB DE ESPAÑA (%)	PREZOS 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

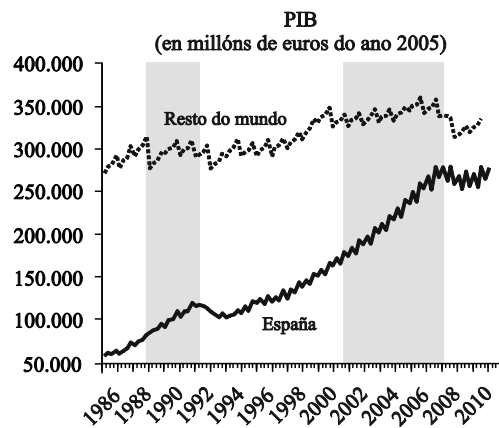
FONTE: Elaboración propia a partir dos datos de Eurostat: *National Accounts* e de OECD: *Foreign Trade by Commodities* (varios números).

Táboa 6.- Crecemento do PIB dos principais socios comerciais de España

PERÍODO	CRECIMENTO DO PIB (%)					
	España	Francia	Alemaña	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

FONTE: Eurostat: *National Accounts*.

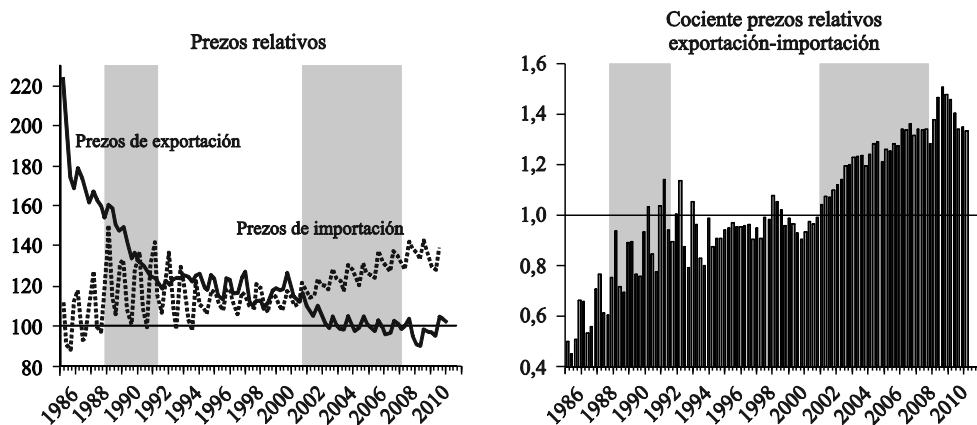
Gráfica 11.- Crecemento do PIB de España e do conxunto dos seus principais socios comerciais en termo medio coa súa participación nas exportacións de España



FONTE: Elaboración propia a partir dos datos de Eurostat: *National Accounts* e de OECD: *Foreign Trade by Commodities* (various numbers).

Polo que respecta á evolución dos prezos relativos de exportación e de importación de España (gráfica 12), os primeiros creceron e os segundos decreceron ao longo de todo o intervalo considerado. Especificamente, os prezos relativos das importacións descendieron notablemente co desarme arancelario logo da entrada na UE, e coa posta en marcha do euro –que se apreciou fronte ao dólar ao longo da súa primeira década de existencia–.

Gráfica 12.- Prezos relativos de exportación e de importación de España



FONTE: Elaboración propia a partir dos datos de Eurostat: *National Accounts* e de OECD: *Foreign Trade by Commodities* (various numbers).

Co fin de explicar a evolución observada das importacións e das exportacións, estimamos as súas ecuacións recollidas na anterior sección. Na táboa 7 móstranse os resultados da estimación da ecuación das importacións polo método de Johansen. De acordo co contraste da traza e do máximo autovalor, conclúese a existencia dunha única relación de cointegración. Na táboa 8 preséntase a estimación da ecuación das exportacións polo método de Johansen. O contraste da traza sinala a existencia dun único vector de cointegración, e marxinalmente tamén o fai o do máximo autovalor.

De acordo cos resultados obtidos, a elasticidade-prezo das importacións españolas é alta e, aínda que máis reducida, tamén é importante a súa elasticidade-ingreso. Diso dedúcese que tanto o abaratamento das importacións como a elevada taxa de crecemento da economía española desempeñaron un papel destacado no incremento das importacións españolas.

Táboa 7.- Estimación da ecuación das importacións polo método de Johansen

Variable dependente	PIB de España	Prezos relativos de importación	Velocidade de axuste	
Importacións de bens e servizos	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 táboa mantense na súa saída orixinal do programa Eviews.

Táboa 8.- Estimación da ecuación de exportacións polo método de Johansen

Variable dependente	PIB resto do mundo	Prezos relativos de exportación	Velocidade de axuste	
Exportacións de bens e servizos	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 táboa mantense na súa saída orixinal do programa Eviews.

De acordo cos resultados obtidos, a elasticidade-prezo das importacións españolas é alta e, aínda que máis reducida, tamén é importante a súa elasticidade-ingreso. Diso dedúcese que tanto o abaratamento das importacións como a elevada taxa de crecemento da economía española desempeñaron un papel destacado no incremento das importacións españolas.

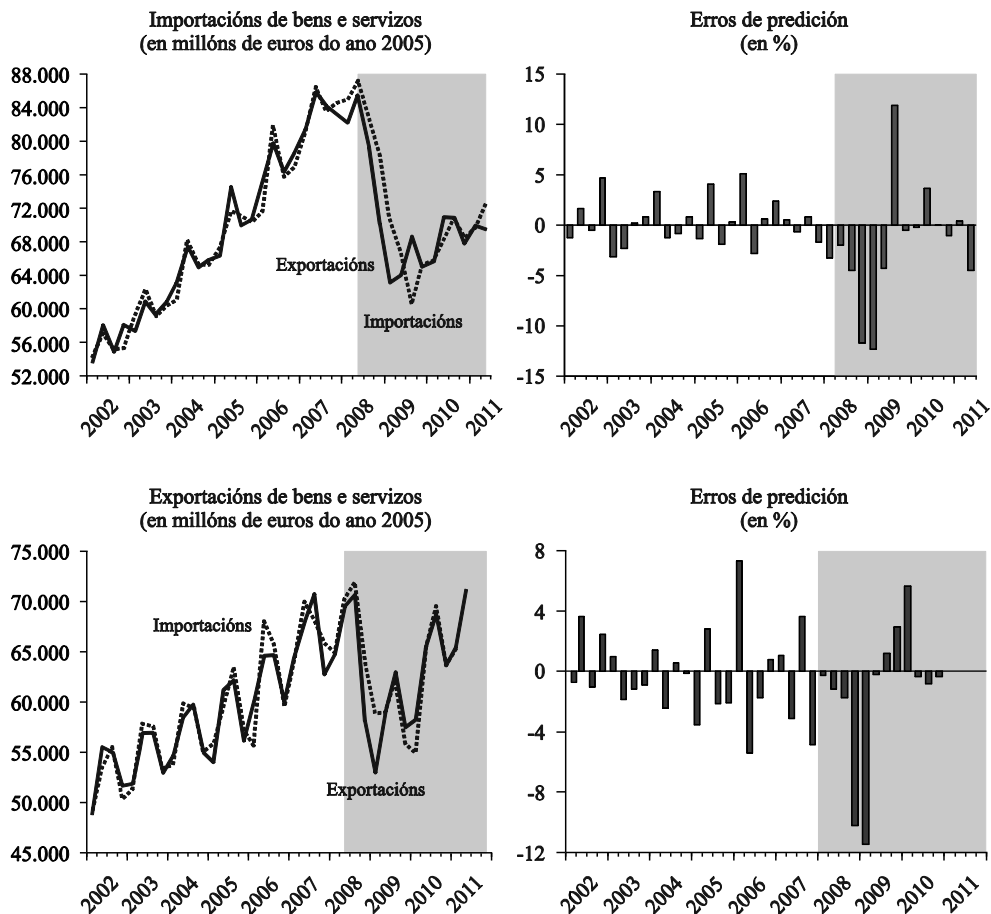
Polo que respecta aos resultados obtidos para as exportacións, a elasticidade-ingreso estimada é moi elevada, poñendo de manifesto o dinamismo do aparato produtivo español. Tamén se observa un efecto negativo derivado dos prezos, aínda que inferior.

Estes resultados explican a evolución das exportacións españolas, que creceron dunha maneira considerable a pesar do reducido crecemento dos principais importadores de produtos españois, así como da cada vez máis desfavorable relación real de intercambio. Ao longo de todo o período, os prezos das exportacións de España creceron, e moi especialmente durante o período posterior á posta en funcionamen-

to do euro. Aínda así, o efecto negativo dese encarecemento sobre o volume exportado, malia ser importante, non impediu o incremento das exportacións a unha taxa elevada.

En relación coa capacidade predictiva do modelo, na gráfica 13 obsérvase que o forte crecemento das importacións e das exportacións de España é completamente consistente coas relacións que existen entre as variables con anterioridade á posta en marcha da moeda única. Só se presentan certas dificultades para predicir o cambio de tendencia que se produce tras a crise do ano 2008. Estas dificultades son menos importantes na ecuación de exportacións e corríxense en poucos períodos, entre outras cousas, porque a crise lles afecta en menor medida.

Gráfica 13.- Predicións das importacións e das exportacións de bens e servizos de España



FONTE: Elaboración propia a partir dos datos de Eurostat: *National Accounts* e de OECD: *Foreign Trade by Commodities* (varios números).

En conclusión, as exportacións de España manifestaron un forte dinamismo, malia a debilidade do crecemento dos nosos principais socios comerciais e da deterioración da competitividade nominal da nosa economía. Só unha profunda mellora da nosa competitividade exterior real pode explicar este fenómeno. Esta conclusión é coherente cos resultados que obtivemos na sección 2 para os índices de Grubel-Lloyd, que revelaban un cambio nas exportacións agregadas de España cara a un incremento do seu contido tecnolóxico, cambio que, ademais, explicaría parcialmente o incremento dos prezos relativos de exportación de España.

Pola súa parte, as importacións tamén creceron con moita firmeza atraídas pola forte demanda da nosa economía e polo seu continuado abaratamento. Esta situación foi máis intensa nos períodos alcistas do ciclo, cando a economía española se viu abocada a incorrer en continuados déficits que só terminaron por corrixirse con crise e arrefriamentos da demanda. Tendo en conta a importante elasticidade-ingreso das importacións españolas, debe considerarse o papel que desempeñou na intensificación das importacións o compoñente procíclico introducido na economía española pola política monetaria única e pola forte expansión do crédito estimulada pola entrada de capitais foráneos, factores aos que xa fixemos referencia na sección 3.

6. DEBERÍAN CORRIXIRSE OS DESEQUILIBRIOS EXTERNOS? POR QUE IMPORTAN NA ÁREA EURO?

Hai dúas liñas xerais de resposta á cuestión de se debe ou non corrixirse un desequilibrio externo:

- A primeira coñécese como a “doutrina Lawson”⁹. Segundo esta, se os déficits correntes son o resultado das decisións de aforro e investimento de axentes privados con expectativas racionais e non existen distorsións, non hai ningún motivo para unha intervención dos gobernos.
- A segunda considérase unha visión “prudente”. Aínda que os axentes sexan privados e racionais, hai distorsións e estas poden conducir a déficits excesivos. Agora ben, a cuestión aínda non resolta é determinar que distorsións concretas xustifican esa intervención (Blanchard, 2007).

Tras ambas as dúas posicións subxace a consideración de que un déficit por conta corrente non sempre ha de ser considerado un problema. Como xa indicamos, un déficit corrente pode favorecer o proceso de crecemento e converxencia en estados ou rexións con menor PIB *per capita*. O que cómpre preguntarse, daquela, é se é ou non sostible. Segundo Giavazzi e Spaventa (2010), o país prestamista debe

⁹ Defendida nos anos oitenta do pasado século por Nigel Lawson, ministro de Facenda.

respectar unha restrición de solvencia intertemporal –as débedas actuais deben compensarse con superávits correntes no futuro (descontados)–, e isto só se logra se os préstamos exteriores se utilizan para incrementar a capacidade produtiva dun país en bens e servizos exportables ou, dito noutras palabras, para mellorar a súa competitividade real.

Non analizamos o ocorrido en todos os países periféricos, pero parece evidente que unha parte do intenso fluxo de crédito provocou serios desequilibrios nos países receptores, como os *booms* inmobiliarios de España e de Irlanda ou o forte endebedamento público de Grecia. Con todo, as ecuacións de comercio exterior que estimamos para a economía española reflicten unha situación sostible que podería ter sido invertida reducindo o diferencial de crecemento entre España e os seus socios, especialmente a través de dúas vías: por unha parte, cun maior crecemento nos seus principais socios comerciais e, por outra, cunha redución do compoñente procíclico introducido polas variables monetarias e crediticias.

Dito isto, suscítanse outras cuestións que xa se formularon na literatura: por que un saldo da balanza corrente é relevante para un Estado membro da UEM e non para un Estado de Estados Unidos?, que é estranxeiro e que é interior cando a moeda é a mesma?

No caso de países que forman parte dunha mesma área monetaria os problemas de balanza de pagamentos non existen, dado que ningún deles ten a necesidade de defender o seu tipo de cambio. Segundo Eichengreen (2010), durante moitos anos California, Arizona, Novo México e Florida mantiveron déficits correntes importantes fronte ao resto de Estados Unidos, o que se traduciu nun forte crecemento económico e do emprego –superior á media nacional–, e un incremento das oportunidades de investimento. Inicialmente, estes desequilibrios externos tiñan as características de “bos” desequilibrios, pero en etapas máis recentes estes mesmos Estados enfrontáronse a importantes burbullas inmobiliarias e *booms* na construción financiados, polo tanto, por “malos” desequilibrios. Agora ben, como indica Eichengreen, en ausencia de estatísticas sobre os fluxos de capitais e sobre as balanzas comerciais, o foco político centrouse nas distorsións internas que deron lugar a eses “malos” desequilibrios –isto é, na regulación inadecuada do mercado hipotecario e do sector bancario, no incentivo para endebedarse en exceso creado polas hipotecas *subprime* e en cuestións similares– e non nos déficits por conta corrente. É nestas distorsións –e non nos síntomas– nas que, seguindo ao autor, se centra a atención nunha unión monetaria que funciona correctamente.

En principio, nunha unión monetaria os déficits correntes dos membros deberían ser irrelevantes. Esta formulación reflectiuse *de facto* tanto no deseño coma no desenvolvemento da UEM, como poñen de manifesto, por unha parte, o feito de que se deseñara un *pacto para a estabilidade e o crecemento* orientado ao control dos déficits públicos, pero que non establecera ningún criterio referente á acumulación de déficits externos, e, por outra, a actitude de *benign neglect* adoptada polas autoridades ante uns desequilibrios correntes cunha clara tendencia a persistir. Pero

é coa crise financeira cando se adquire conciencia de que o endebedamento externo acumulado que se asocia a eses déficits persistentes si importa na área euro e, de novo, a pregunta: por que en Europa si e en Estados Unidos non?

Giavazzi e Spaventa (2010) atopan algunhas razóns que poderían explicar por que os saldos correntes serían relevantes na eurozona, pero non en Estados Unidos:

- A primeira razón é que hai unha maior mobilidade de persoas dentro de Estados Unidos que en Europa. Isto por si mesmo reduce a cantidade de bens e servizos que se comercian, no sentido de que son consumidos na casa polos non residentes.
- A segunda razón é que Europa non é unha federación, senón unha asociación de Estados soberanos con leis e procedementos diferenciados (entre outros factores, fan referencia á disgregación das competencias sobre supervisión bancaria).

Na nosa opinión, a principal diferenza entre a UEM e Estados Unidos é que na primeira o endebedamento dun Estado membro co resto ten o carácter de “externo” en toda a súa extensión. Son varias as razóns que o explican:

- 1) Dicimos isto porque os Estados tiveron que recorrer aos seus propios mecanismos de resposta, non contaron nin co apoio dun Tesouro central nin co do BCE.
- 2) Desta forma, cada Estado tivo que asumir as consecuencias da crise financeira, o que se traduciu nun incremento importante dos déficits públicos precisamente nos países máis endebedados e máis dependentes do crédito exterior –estabilizadores automáticos, rescates bancarios e actuacións discrecionais de política fiscal dinamizadoras–.
- 3) E o máis grave, dado que é un problema introducido polo deseño da UEM, é que a débeda soberana dos Estados periféricos se converteu *de facto* en débeda externa equiparable á de economías pouco desenvolvidas. En principio, se o Estado controla a moeda na que se emite a débeda, a débeda soberana ten pouco risco de non pagamento, porque o Estado pode recorrer tanto á emisión de moeda do banco central como ao incremento dos impostos sobre os posuidores da débeda para poder cubrir as súas débedas. Mesmo no caso de que non dispoña da primeira desas opcións –apelación ao banco central–, aínda pode dispoñer da segunda, sempre e cando esa débeda sexa mantida por cidadáns –residentes– sobre os que o Estado poida aplicar a imposición (Gros, 2011). Os Estados periféricos teñen serias dificultades para acceder a estes mecanismos.

Nestas circunstancias, unha crise financeira acabou converténdose nunha crise de débeda soberana e, en consecuencia, o que debería ter sido un debate centrado no deficiente funcionamento do sistema financeiro e dos seus supervisores, transformouse nun debate sobre a solvencia dos Estados soberanos.

7. CONCLUSIÓNS

As exportacións de todos os Estados que conforman a UE manifestaron un forte dinamismo, a pesar da debilidade do crecemento dos países centrais do eurosistema e da deterioración da competitividade nominal das economías do sur. Por outra parte, as importacións tamén creceron con moita firmeza. No caso de España, analizado con máis detalle neste artigo, ese incremento das importacións foi máis intenso nos períodos alcistas do ciclo, cando a economía española se viu abocada a incorrer en continuados déficits correntes que só acabaron por corrixirse con crises que arrefriaron a demanda.

Non é posible afirmar que os déficits correntes padecidos antes da crise do ano 2007 polos países periféricos sexan sostibles, xa que parece evidente que unha parte do intenso fluxo de capital recibido se traduciu en importantes desequilibrios, como os *booms* inmobiliarios de España e de Irlanda. Porén, os resultados da estimación das ecuacións de comercio exterior que levamos a cabo neste traballo translocen unha situación sostible, que podería terse alcanzado durante ese período diminuíndo o diferencial de crecemento entre España e os seus socios, especialmente a través de dúas vías. En primeiro lugar, cun maior crecemento económico nos seus principais socios comerciais, de onde tamén se deduce que unha actuación concertada, con aumento da demanda agregada nos países centrais por riba dos periféricos, podería contribuír a aliviar as presións da crise sen os custos sociais e de benestar que a actual situación deflacionista está provocando¹⁰. E, en segundo lugar, cunha redución do compoñente procíclico introducido polas variables monetarias e crediticias. Neste sentido, e dadas as leccións aprendidas desta crise e doutras tantas anteriores (Krugman, 2009), é indispensable o funcionamento correcto da regulación e supervisión bancaria –macro e microprudencial– para evitar unha toma excesiva de riscos do sistema financeiro e o risco sistémico.

Eliminar os déficits correntes ou establecer unha norma sobre o saldo exterior non é unha solución, porque elimina calquera posibilidade de converxencia asociada a este mecanismo. A senda lóxica nunha unión monetaria sería avanzar cara a un deseño no que os déficits correntes carezan de relevancia, o que non parece moi realista se se ten en conta o estado do debate na UEM.

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>>.

¹⁰ Keynes en Bretton Woods xa se decatara das consecuencias deflacionistas de superávits permanentes na balanza de pagamentos, e propoñía penalizar aos países con superávits na mesma medida que aos deficitarios, pero a súa proposta foi rexeitada.

- 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>.
- 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 e 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.
- GOLDSTEIN, M.; KHAN, M.S. (1985): “Income and Price Effects in Foreign Trade”, en R.W. Jones e 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.