

LA SOSTENIBILIDAD DE LOS DESEQUILIBRIOS EN LAS BALANZAS POR
CUENTA CORRIENTE DE LA EUROZONA

*THE SUSTAINABILITY OF CURRENT ACCOUNT IMBALANCES
IN THE EURO AREA*

Isidro Frías Pinedo

Universidad de Santiago de Compostela
isidro.frias@usc.es

María del Rosario Díaz Vázquez

Universidad de Santiago de Compostela
rosario.diaz@usc.es

Ana Iglesias Casal

Universidad de Santiago de Compostela
ana.iglesias.casal@usc.es

Recibido: marzo de 2013; aceptado: mayo de 2014

RESUMEN

En este trabajo estudiamos los factores que determinan la sostenibilidad de los déficits por cuenta corriente en la eurozona y su vinculación con la crisis. Para ello, estimamos las ecuaciones de comercio exterior, donde se confirma el papel determinante de la elasticidad-renta, y, posteriormente, estimamos el crecimiento económico restringido por la balanza de pagos (Thirlwall) para compararlo con el crecimiento efectivo de cada país. Únicamente España, Grecia y Portugal mantuvieron, entre 2000 y 2007, crecimientos superiores a los consistentes con la restricción exterior. Aunque no sostenibles, sus déficits son diferentes ya que tienen raíz estructural en Grecia y Portugal.

Palabras clave: Déficit por cuenta corriente; Desequilibrios en la Eurozona; Unión Monetaria Europea; Comercio exterior; Modelos econométricos comercio exterior.

ABSTRACT.

In this paper we study the factors that determine the sustainability of current account deficits in the euro area (EMU-12) and its relationship to the crisis. First, we estimate the foreign trade equations, corroborating the determinant role of the income-elasticity. After, we estimate economic growth restricted by the balance of payments (Thirlwall) and we compare it with the effective growth in each country. Only Spain, Greece and Portugal maintained, between 2000 and 2007, a growth higher than that consistent with the foreign restriction. Although non-sustainable, their deficits are different: with structural roots in Greece and Portugal.

Keywords: Current Account Imbalances; Imbalances in The Euro Area; European Monetary Union, Foreign Trade; Foreign Trade Equations.

Clasificación JEL: F15, F43, O57, C33.

1. INTRODUCCIÓN

El arranque en 1999 de la moneda única europea ha alterado el marco de referencia que ha regido las relaciones comerciales y financieras entre los estados miembros de la Unión Monetaria Europea (UME). Las autoridades económicas de dichos estados han tenido que alcanzar su objetivo básico de contrarrestar las perturbaciones económicas que originan las fluctuaciones del producto, el empleo y la inflación en un entorno diferente y aún en cimentación.

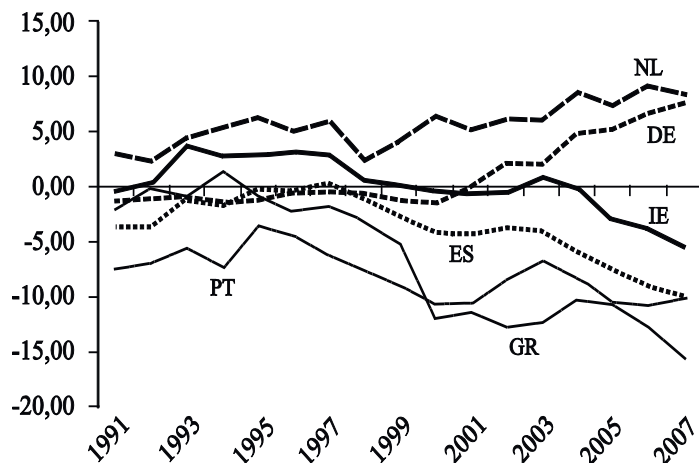
Este entorno en construcción ha hecho que la crisis financiera que estalló en Estados Unidos en 2007, y que afectó también a los países europeos, haya adquirido desde 2010 un carácter diferente en la UME que se ha dado en denominar la “crisis de la deuda soberana”. Ahora bien, aunque la atención se ha dirigido hacia la deuda soberana y los desajustes presupuestarios del sector público, los desequilibrios en las cuentas exteriores no han sido irrelevantes en el proceso de crisis al que se enfrenta el área del euro. Algo que cabía esperar si se tiene en cuenta que, como muestran algunos análisis, existe una fuerte relación entre las primas de riesgo y varios indicadores de la deuda externa (Gros, 2011; FMI, 2010; Barrios *et al.*, 2009).

Resulta, por ello, de interés analizar la evolución de los saldos exteriores en el área del euro desde el comienzo de la UME, que puede resumirse en los siguientes términos: en tanto que el área del euro en su conjunto ha mantenido una balanza por cuenta corriente próxima al equilibrio, las diferencias en los desequilibrios corrientes entre los Estados miembros se han incrementado progresivamente (gráfico 1). Los países de la periferia han contabilizado déficits por cuenta corriente elevados y persistentes, agravados en los periodos previos a la crisis financiera en 2008 mientras que, por el contrario, los países centrales (en especial, Alemania y Holanda) mantuvieron fuertes superávits que se incrementaron considerablemente desde el comienzo de la UME. A partir de 2008 se suavizan, en general, estas tendencias.

Este artículo se centra en los factores que determinan la sostenibilidad de los déficits por cuenta corriente en el área del euro, y su vinculación con la crisis, desde la perspectiva que proporciona el modelo de crecimiento restringido por la balanza de pagos de Thirlwall (1983). Según este modelo, es la diferencia entre las elasticidades renta de las ecuaciones de exportaciones e importaciones lo que constituye el elemento clave de los problemas de la periferia y del éxito del centro. Las divergencias entre las tasas de crecimiento

de los países están asociadas principalmente con diferencias en las elasticidades renta de las exportaciones e importaciones; aunque temporalmente la entrada de capitales foráneos pueda actuar como un elemento compensador y flexibilizar la anterior relación.

GRÁFICO 1. SALDO DE LA BALANZA CORRIENTE EN PORCENTAJE DEL PIB (1991-2007)



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

Fuente: AMECO.

El objeto de este estudio es analizar la sostenibilidad de los déficits corrientes en el euroárea desde la perspectiva del modelo de Thirlwall. Para ello seguimos los siguientes pasos: en el siguiente epígrafe describimos el modelo de Thirlwall; en el epígrafe 3, presentamos la evolución de las importaciones, las exportaciones, los precios relativos y la competitividad real en la UME-12; en el epígrafe 4, se estiman las ecuaciones de importaciones y exportaciones y se evalúa el predominio de las elasticidades renta frente a las elasticidades precio; en el epígrafe 5, se contrasta el modelo de crecimiento restringido por la balanza de pagos de Thirlwall; en el epígrafe 6 se vinculan los resultados obtenidos con la crisis en la eurozona y se discuten las medidas de política económica pertinentes y, por último, se recogen las principales conclusiones.

2. LAS ECUACIONES DEL COMERCIO EXTERIOR Y EL MODELO DE CRECIMIENTO 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 único¹. El modelo típico² tiene la siguiente formulación:

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

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

donde: M son las importaciones; Y es la producción interior; E es el tipo de cambio nominal; P* el nivel de precios exterior; P el nivel de precios interno; EP*/P es el tipo de cambio real; X son las exportaciones y Z es la producción exterior; ψ (< 0) es la elasticidad precio de la demanda de importaciones; ϖ (> 0) es la elasticidad renta de la demanda de importaciones; η (< 0) es la elasticidad precio de la demanda de exportaciones y ε (> 0) es la elasticidad renta de la demanda de exportaciones.

Existe una regularidad empírica, detectada por Thirlwall (1979) y por Krugman (1989), en la que la tasa de crecimiento de un país (g_i) en relación con la de los demás países (z_i) es equiproporcional al cociente entre las elasticidades de las funciones de demanda de exportaciones e importaciones [$g_i/z_i = \varepsilon/\varpi$]. Aunque coinciden en su observación, ambos autores difieren en la explicación del fenómeno

Krugman sostiene que es el crecimiento del factor trabajo el que 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 renta de la función de exportaciones. Se sitúa, por tanto, en la línea de los modelos convencionales, en los que 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 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.

Thirlwall sostiene que la dirección de la causalidad va en sentido contrario, desde las elasticidades, que reflejan la estructura productiva del país, a la tasa de crecimiento. Su planteamiento (conocido como modelo de crecimiento restringido por la balanza de pagos) parte de la proposición fundamental de que ningún país puede crecer más rápido que a la tasa consistente con el equilibrio de su balanza por cuenta corriente, a no ser que pueda financiar déficits crecientes. La siguiente ecuación recoge la restricción con-

¹ Un análisis pormenorizado de la especificación de las ecuaciones de comercio exterior puede encontrarse en Goldstein y Khan (1985).

² Este enfoque del ajuste del sector exterior basado en las elasticidades ha recibido aportaciones importantes de autores de la talla de A. Marshall, A. Lerner y J. Robinson. 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, la oferta monetaria, etc.

table de que las importaciones son financiadas con ingresos derivados de las exportaciones y con entradas netas de capital (C):

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

Expresando las ecuaciones de comercio exterior y la anterior restricción en tasas de crecimiento y sustituyendo, alcanzamos la siguiente condición de equilibrio (Thirlwall, 2002):

$$(4) \quad y = \left[(p - p^* - e) + (\theta\eta + \psi)(p - p^* - e) + \theta\epsilon z + (1 - \theta)(c - p) \right] / \pi$$

- i. El primer sumando $(p - p^* - e)$ recoge el efecto de la relación real de intercambio.
- ii. El segundo $(\theta\eta + \psi)(p - p^* - e)$ mide el efecto de cambios en los precios relativos sobre volumen del comercio.
- iii. El tercero $\theta\epsilon z$ mide el impacto de cambios exógenos en el PIB exterior.
- iv. El último $(1 - \theta)(c - p)$ recoge el exceso de crecimiento financiado con entradas de capital³.

De la ecuación 4 se deduce que, si se asume que los precios relativos expresados en una moneda común permanecen inalterados a largo plazo, la tasa de crecimiento de la economía dependerá del crecimiento del resto del mundo, de las entradas de capital exterior y de la elasticidad renta de las exportaciones e importaciones (ecuación 5).

$$(5) \quad y = \left[\theta\epsilon z + (1 - \theta)(c - p) \right] / \pi$$

Si no se incluyen los movimientos de capital, el máximo crecimiento sostenible de un país a largo plazo sería igual a la tasa de crecimiento del volumen de las exportaciones dividido entre la elasticidad renta de las importaciones (ecuación 6), lo que se conoce como la Ley de Thirlwall.⁴

$$(6) \quad y^{BP} = x / \pi = \epsilon z / \pi$$

Por tanto, de acuerdo con Thirlwall, la única respuesta segura y razonable a largo plazo para elevar la tasa de crecimiento de un país de forma consistente

³ El parámetro θ recoge el porcentaje de las exportaciones en los ingresos para financiar las importaciones y $(1 - \theta)$ es la participación de las entradas de capital.

⁴ Son muchos los estudios que han apoyado la denominada Ley de Thirlwall. Una revisión de los mismos se encuentra en Thirlwall (2011).

con el equilibrio exterior es un cambio estructural que eleve ϵ y reduzca π . También puede afectar positivamente la entrada de capitales, aunque advierte sobre los riesgos del endeudamiento exterior, especialmente con algunos tipos de inversión exterior, siendo, probablemente, la inversión directa a largo plazo la más beneficiosa.⁵

Las elasticidades renta de las importaciones y exportaciones, que estarían capturando la competitividad real (no precios), se convierten en un elemento clave para explicar los problemas de la periferia y el éxito del centro, ya que determinan las diferencias entre las tasas de crecimiento de equilibrio de los distintos países. Así, si los precios internacionales no se ajustan o los flujos comerciales son poco sensibles a los cambios en los precios, será la producción la que se ajuste para mantener la balanza de pagos próxima al equilibrio.⁶

McCombie (2011) argumenta que el modelo de Thirlwall no es un razonamiento circular sobre una mera identidad sino que avanza una explicación neo-Keynesiana del proceso de ajuste a largo plazo en el que es la producción, no los precios, la encargada de ajustar el crecimiento de importaciones y exportaciones. La incorporación de los precios relativos en las funciones de demanda de importaciones y exportaciones las convierte en ecuaciones de comportamiento y, además, permite la estimación del papel de los precios.

3. EVOLUCIÓN DEL COMERCIO EXTERIOR EN LOS PAÍSES DE LA UME-12 (1986-2011)

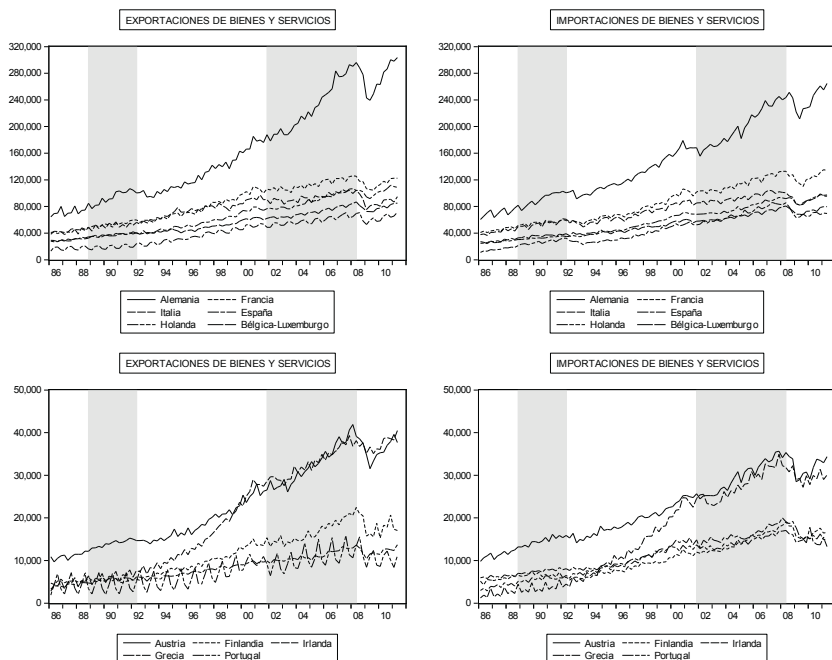
3.1. EVOLUCIÓN DE LAS IMPORTACIONES Y LAS EXPORTACIONES DE BIENES Y SERVICIOS

Desde 1986, las exportaciones y las importaciones de bienes y servicios de los países de la UME han seguido una senda de crecimiento continuado a unas tasas medias anuales muy elevadas (entre el 10,1 % de las exportaciones y el 13,1 % de las importaciones de Irlanda y el 3,5 % de las exportaciones y el 4,0 % de las importaciones de Italia). En el gráfico 2 se muestra la evolución de las importaciones y las exportaciones de bienes y servicios entre 1986 y 2011 y en el gráfico 3 la evolución del PIB durante ese periodo en dichos países, en sus principales socios comerciales y en el conjunto de la economía mundial.

⁵ Este modelo se ha ampliado para tener en cuenta el nivel de endeudamiento del país en relación con el PIB (incorporando la posibilidad de un límite a dicho endeudamiento) y el pago de intereses por la deuda (atendiendo así al caso en que el déficit corriente se financie con flujos de capital que obligan al pago de intereses). A pesar de ello, Thirlwall (2011) observa que es el crecimiento de las exportaciones, y no los flujos de capital, la variable que, con mucho, explica el crecimiento.

⁶ McCombie (2011) afirma: "Si estuviésemos en un mundo neoclásico, donde las tasas de crecimiento de las exportaciones e importaciones se ajustan al ritmo de crecimiento de los precios relativos, no habría ninguna razón por la que las estimaciones de ϵ y π debieran ser estadísticamente significativas en las ecuaciones Keynesianas de demanda de importaciones y exportaciones. En un mundo neoclásico, los coeficientes estimados del término de precios relativos deberían ser grandes y estadísticamente significativos. Las estimaciones muestran que no son los precios relativos los que, por ejemplo, hacen que se ajusten las importaciones, sino los cambios en el ingreso a la manera Keynesiana" (p. 357).

GRÁFICO 2.- EXPORTACIONES E IMPORTACIONES EN PAÍSES DE LA UME (MILLONES DE EUROS DE 2005)



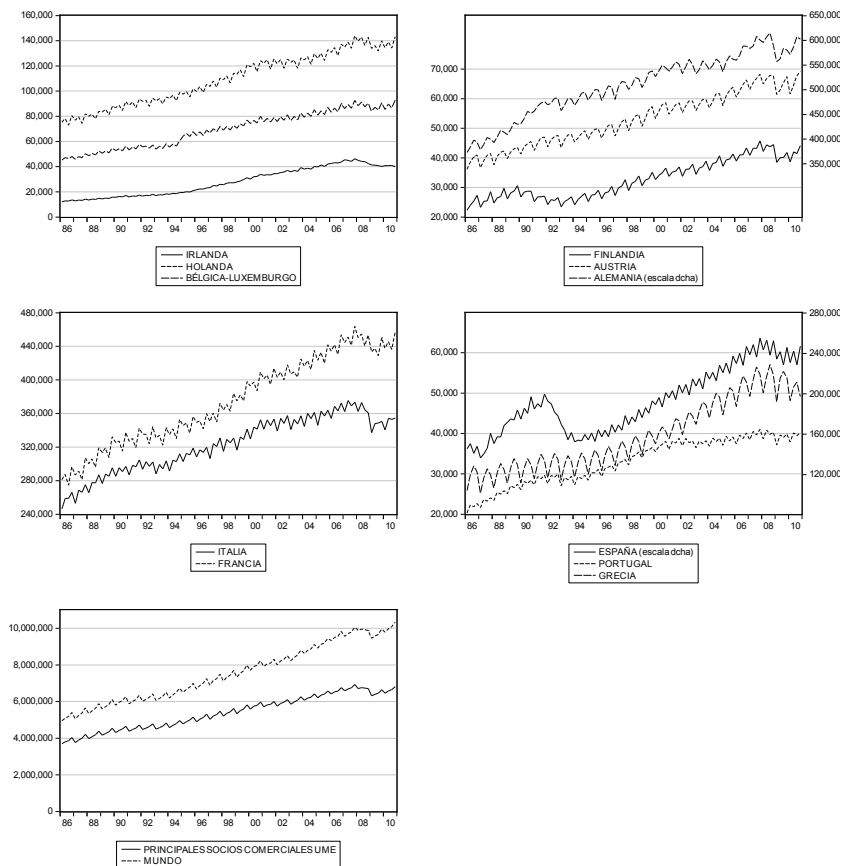
Fuente: Eurostat. National accounts.

En relación con la evolución de la balanza de bienes y servicios (gráfico 4), se pueden distinguir cuatro grupos de países:

1. Los que han disfrutado de superávit a lo largo de todo el período estudiado (Irlanda⁷, Holanda y Bélgica-Luxemburgo)
2. Los que iniciaron el período con déficit o un pequeño superávit pero que registraron amplios superávits a partir del año 1999 en que se establecieron los tipos de cambio inalterables del euro (Finlandia, Austria y Alemania)
3. Países que vieron deteriorarse su posición desde la puesta en marcha del euro (Italia y Francia)
4. Países con una posición de déficit casi permanente en sus cuentas exteriores (España, Portugal y Grecia), aunque el déficit es más amplio y persistente en la etapa de la moneda única.

⁷ Irlanda presenta un superávit claro en su balanza de bienes y servicios, pero no en su balanza por cuenta corriente que experimenta déficits desde los inicios de la moneda única. Aunque comienzan siendo reducidos, se acentúan a partir de 2004 (gráfico 1).

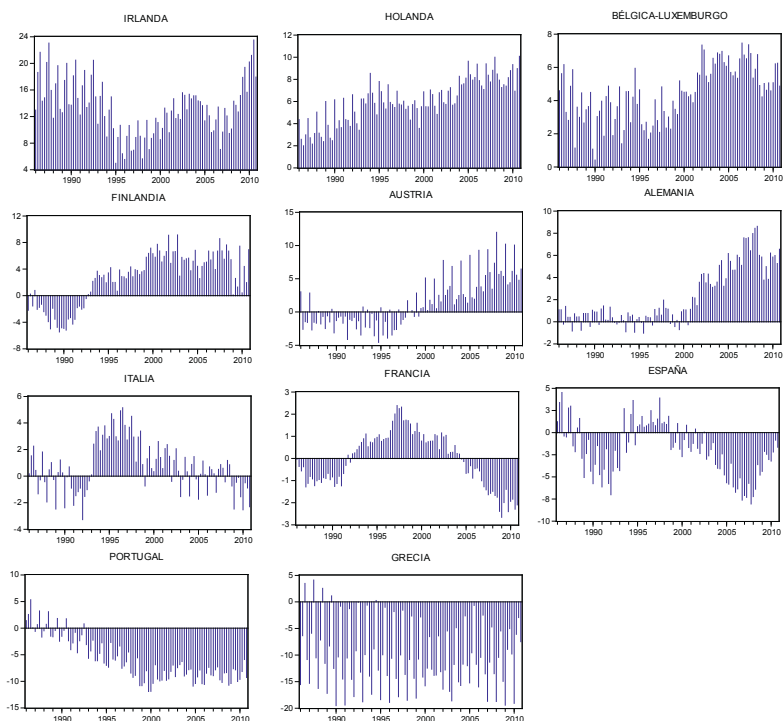
GRÁFICO 3.- EVOLUCIÓN DEL PIB DE LOS PAÍSES DE LA UME Y DEL PIB MUNDIAL (MILLONES DE EUROS DE 2005)



NOTA: Se denominan principales socios comerciales a los países de la UE, Islandia, Noruega, Turquía, Japón y los EE.UU.

Fuente: UN y Eurostat National Accounts.

GRÁFICO 4. BALANZA DE BIENES Y SERVICIOS DE LOS PAÍSES DE LA UME-12 EN EL PERÍODO 1986-2011 (PORCENTAJE DEL PIB)



Fuente: Eurostat, National Accounts.

Los datos de la tabla 1 nos permiten analizar lo sucedido con el crecimiento del PIB y con el comercio exterior en los países UME-12 en varios períodos⁸ y, en concreto, durante la etapa de la moneda única previa a la crisis (01.4-08.2 en la tabla).

⁸ En 1986 se firma el Acta Única Europea e ingresan España y Portugal en la UE (en 1995 lo hacen Finlandia y Austria, el resto de los países analizados ya pertenecían con anterioridad a la UE). En 1993 culmina la creación del mercado único. En 1999 se introduce el euro, aunque la moneda no comienza a circular hasta 2002 (Grecia se incorpora al euro en 2001).

TABLA 1.- EVOLUCIÓN DEL COMERCIO EXTERIOR DE LOS PAÍSES DE LA UME Y DE SUS DETERMINANTES [MEDIA ARITMÉTICA DEL PERÍODO $(X-X(-4)) \cdot 100/X(-4)$]. PORCENTAJE.

PERÍODO		86.1-88.4	88.4-92.2	92.2-01.4	01.4-08.2	08.2-10.4	86.1-10.4
BL	Exportaciones	7,4	5,5	5,0	4,4	-0,5	4,5
	Importaciones	9,0	5,5	4,9	4,3	-0,3	4,6
	PIB	3,7	3,2	3,5	2,2	-0,2	2,8
	Precios relativos X	2,3	1,8	0,6	1,9	-0,4	1,1
	Precios relativos M	-3,1	-1,9	0,3	-0,3	-1,1	-0,5
DE	Exportaciones	3,2	9,2	6,1	7,4	0,6	6,2
	Importaciones	5,0	8,9	5,5	5,5	1,8	5,7
	PIB	2,6	4,3	1,6	1,5	-0,3	1,8
	Precios relativos X	2,5	0,4	-1,7	0,3	-2,8	-0,7
	Precios relativos M	-2,9	-1,9	-1,1	-0,9	-0,8	-1,2
IE	Exportaciones	12,1	9,4	15,9	4,6	0,3	10,1
	Importaciones	26,8	12,3	20,3	5,0	-3,5	13,1
	PIB	5,1	5,3	7,5	4,5	-3,7	5,0
	Precios relativos X	3,9	-1,9	0,6	0,3	-0,7	0,2
	Precios relativos M	-14,4	-5,0	-5,7	-2,4	4,6	-4,2
GR	Exportaciones	2,7	3,0	9,4	4,5	-5,2	5,0
	Importaciones	3,7	5,8	6,5	4,4	-7,9	4,0
	PIB	1,1	2,4	2,6	4,1	-2,2	2,3
	Precios relativos X	16,9	16,8	6,4	1,7	1,3	7,0
	Precios relativos M	-7,1	-4,8	-1,3	-0,8	-0,4	-2,1
ES	Exportaciones	4,6	5,2	9,9	3,9	-0,8	6,1
	Importaciones	20,7	14,7	6,8	6,8	-6,3	7,7
	PIB	4,3	5,7	0,6	3,3	-1,3	2,2
	Precios relativos X	5,4	3,0	-0,7	2,2	-0,6	1,1
	Precios relativos M	-8,0	-6,9	-0,9	-2,4	-0,1	-2,6
FR	Exportaciones	5,7	7,0	6,6	2,4	-1,3	4,6
	Importaciones	8,1	5,1	6,1	3,7	-0,7	4,8
	PIB	3,5	2,6	2,0	1,7	-0,6	1,9
	Precios relativos X	1,1	0,4	-2,1	0,8	-1,0	-0,7
	Precios relativos M	-2,9	-1,8	-1,5	-1,4	-0,6	-1,5
IT	Exportaciones	4,6	4,9	6,2	1,6	-4,8	3,5
	Importaciones	9,0	7,0	4,6	2,3	-2,5	4,0
	PIB	3,7	2,4	1,6	0,9	-1,9	1,3
	Precios relativos X	2,1	4,0	-1,0	3,7	0,8	1,4
	Precios relativos M	-4,4	-4,6	1,3	0,4	0,5	-0,3
NL	Exportaciones	6,3	6,4	7,1	4,7	1,2	5,8
	Importaciones	6,0	5,7	7,3	4,3	1,3	5,7
	PIB	2,7	3,4	3,1	2,1	-0,3	2,5
	Precios relativos X	1,9	0,4	-1,3	0,7	2,9	0,2
	Precios relativos M	-0,7	-1,1	-2,3	-1,1	0,8	-1,3

AT	Exportaciones	5,9	6,9	6,3	6,4	-2,2	5,5
	Importaciones	6,7	7,2	5,1	5,2	-2,4	4,8
	PIB	2,0	3,5	2,3	2,4	-0,3	2,2
	Precios relativos X	4,0	1,2	-1,8	1,9	-1,6	0,1
	Precios relativos M	-2,0	-2,0	-0,3	-0,3	-0,1	-0,6
PT	Exportaciones	9,8	7,1	5,5	4,7	-1,4	5,2
	Importaciones	17,0	11,0	7,6	3,7	-1,7	7,0
	PIB	7,0	4,6	2,8	1,0	-0,5	2,5
	Precios relativos X	12,2	4,8	1,1	2,2	-1,3	2,6
	Precios relativos M	3,7	-6,8	-3,0	-1,5	-1,1	-2,6
FI	Exportaciones	3,3	2,0	10,9	6,5	-3,5	6,0
	Importaciones	10,4	-0,2	7,7	6,5	-1,3	5,4
	PIB	4,4	-0,5	3,1	3,3	-1,6	2,3
	Precios relativos X	10,0	1,5	-2,1	0,3	-4,3	-0,1
	Precios relativos M	-5,2	-0,5	-0,6	0,4	-1,4	-0,7

Fuente: Elaboración propia con Eurostat National Accounts y OECD. Foreign Trade by Commodities.

En dicha fase, los países que experimentan mayor crecimiento económico son Irlanda (4,5), Grecia (4,1), España (3,3) y Finlandia (3,3). Ahora bien, si comparamos este período con el anterior, los únicos países de la tabla en los que el crecimiento del PIB aumenta ostensiblemente son España y Grecia; se mantiene en cifras similares en Finlandia, Austria y Alemania y disminuye en el resto, siendo notable la caída en Irlanda (es más, en siete países es el periodo con menor crecimiento si excluimos el del agravamiento de la crisis a partir de 2008).

En relación con el comercio exterior, la etapa 2001-2008 no se corresponde con la de mayor crecimiento. Por el contrario, este disminuye significativamente con respecto al del periodo anterior en casi todos los países, destacando el caso de Irlanda. En la mayoría, cae más el crecimiento de las exportaciones. Únicamente mantienen un incremento fuerte y similar al de periodos anteriores Alemania y Austria, tanto en importaciones como en exportaciones. También es fuerte en Finlandia, aunque se reduce algo respecto al del periodo anterior.

Aunque la caída casi generalizada en los ritmos de crecimiento de las importaciones y las exportaciones desde la implantación de la moneda única pueda resultar paradójica, debe tenerse en cuenta que se trata de países que previamente se habían enfrentado al proceso de apertura establecido en el mercado único y, en consecuencia, a una etapa de importante desarrollo de sus mercados exteriores. Por tanto, resulta destacable que sus importaciones y exportaciones sigan creciendo aunque lo hagan a un ritmo menor.

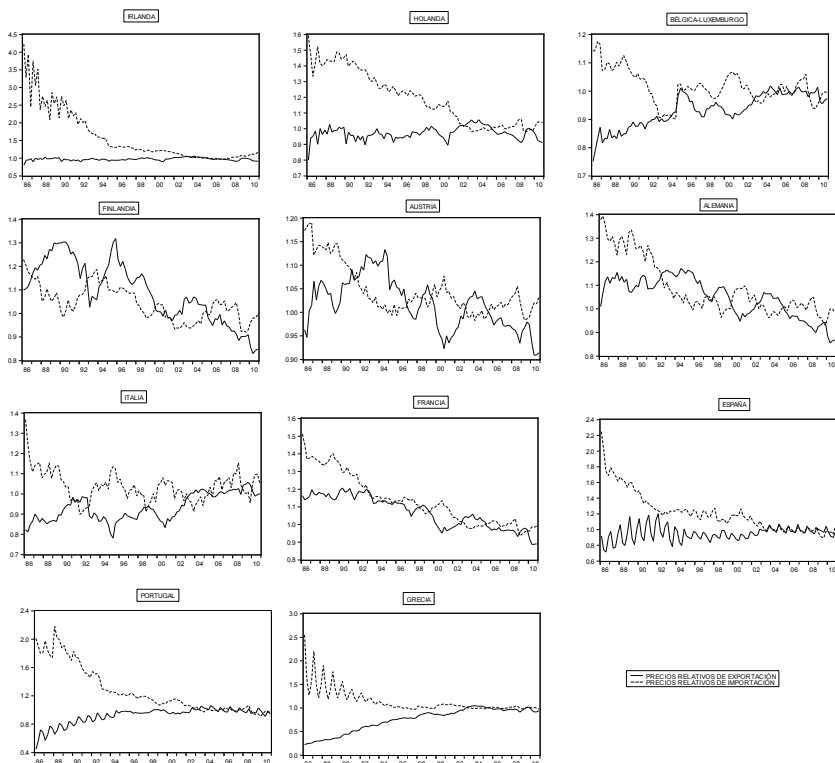
Por otra parte, durante el periodo 2001-2008 España es el país en el que se observa mayor diferencia entre el crecimiento de las exportaciones (3,9) y el de las importaciones (6,8), seguido de Alemania, aunque en este segundo

caso el de las exportaciones supera al de las importaciones (7,4 y 5,5, respectivamente).

3.2. EVOLUCIÓN DE LOS PRECIOS RELATIVOS DE EXPORTACIÓN E IMPORTACIÓN

Los precios relativos de exportación han crecido y los de importación decrecido en los países de la UME-12 a lo largo de todo el intervalo (gráfico 5). Específicamente, los precios relativos de las importaciones descendieron notablemente desde 1986 hasta la puesta en marcha del euro.

GRÁFICO 5.- PRECIOS RELATIVOS DE IMPORTACIÓN Y EXPORTACIÓN DE LOS PAÍSES UME-12



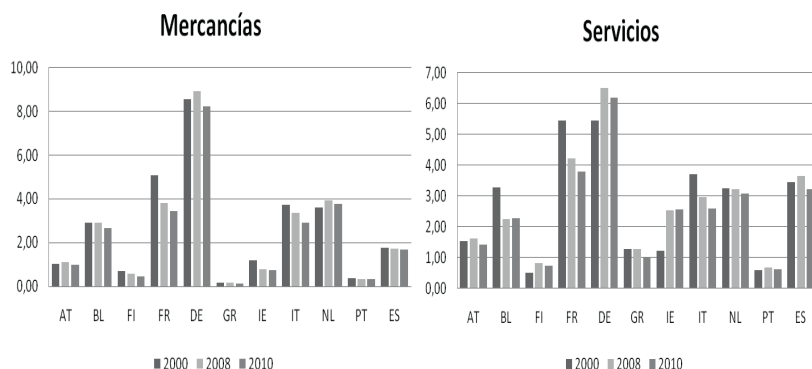
Fuente: Elaboración propia de Eurostat National Accounts y OECD. Foreign Trade by Commodities, varios números.

3.3. EVOLUCIÓN DE LA COMPETITIVIDAD REAL

En contraste con nuestro planteamiento, que considera la elasticidad renta como la clave para comprender los desequilibrios corrientes, es frecuente que se atribuya el deterioro de las balanzas de bienes y servicios de los países periféricos (España, Portugal y Grecia) a la pérdida de competitividad nominal de sus economías, recogida a través de los indicadores habituales (costes laborales unitarios o precios de exportación).

Sin embargo, algunas publicaciones han hecho hincapié en el dato de que, a pesar del deterioro de estos indicadores, España ha mantenido entre 2000 y 2008 su cuota de exportación de mercancías tanto a nivel mundial como dentro de la eurozona e incluso ha mejorado la de servicios (García y Tello, 2011; Noguer, 2011). Argumento que se puede aplicar al resto de los países periféricos: a pesar del deterioro de sus indicadores de competitividad nominal, entre 2000 y 2008, todos incrementaron sus exportaciones - especialmente destacable en una etapa de estancamiento de sus socios centrales y de expansión interna en España y Grecia- y, además, mantuvieron bastante estable su cuota de participación en las exportaciones mundiales tanto en bienes como en servicios (gráfico 6).

GRÁFICO 6.- EXPORTACIONES DE BIENES Y SERVICIOS. PORCENTAJE DEL TOTAL MUNDIAL



Fuente: UNCTAD.

Se observa, por tanto, un contraste entre un sólido comportamiento de las exportaciones y unos indicadores muy débiles de competitividad nominal, lo que pone de manifiesto que estos sólo estarían explicando una pequeña parte de una situación más compleja.⁹

⁹ Crespo Rodríguez *et al.* (2011) consideran necesario disponer de indicadores que capten mejor otros elementos diferentes de los precios que influyen en la competitividad.

4. ESTIMACIÓN DE LAS ECUACIONES DE IMPORTACIONES Y EXPORTACIONES

Con el fin de explicar la evolución de las importaciones y de las exportaciones, estimamos las ecuaciones 1 y 2 (epígrafe 2) para cada país. Se han utilizado los datos de importaciones y exportaciones (millones de euros de 2005) de Eurostat National Accounts, los datos de PIB de la UME-12 y del PIB mundial de Eurostat National Accounts y Naciones Unidas respectivamente (millones de euros de 2005), los precios relativos de la importación y exportación de Eurostat National Accounts y OECD Foreign Trade by Commodities (varios números). El periodo considerado abarca desde el primer trimestre de 1986 hasta el cuarto trimestre de 2010. En la tabla 2 se muestran los resultados de dicha estimación por el método de los Mínimos Cuadrados con Información Completa.¹⁰

El primer paso ha sido la realización de los contrastes de raíces unitarias¹¹ (implementados siguiendo a López *et al* 2012). En la mayoría de los casos los contrastes utilizados indican que las variables que intervienen en las ecuaciones de comercio exterior son I(1). Para evaluar la presencia de relaciones de cointegración en las ecuaciones de importaciones y de exportaciones se han aplicado los contrastes propuestos por Pedroni (2004)¹²¹³.

Los resultados obtenidos son, en general, coherentes con las hipótesis expuestas en el epígrafe 2. En primer lugar, confirman la importancia fundamental de las elasticidades renta en relación con las elasticidades precio para explicar las importaciones y las exportaciones. Los valores obtenidos para las elasticidades renta son, en todos los casos, significativamente distintos de cero mientras que, por el contrario, las elasticidades precio son muy inferiores a las elasticidades renta, en valor absoluto, y en su mayoría presentan el signo contrario al esperado y no son estadísticamente significativas.¹⁴ Sólo son ne-

¹⁰ Método propuesto por Phillips y Hansen (1990). Utiliza una corrección semi-paramétrica para eliminar los problemas ocasionados por la correlación a largo plazo entre la ecuación de cointegración y los regresores estocásticos. El estimador es asintóticamente insesgado y permite la utilización de los contrastes de Wald a través de la inferencia estadística proporcionada por la chi-cuadrado.

¹¹ Los resultados de los tests de raíces unitarias y de cointegración no están incorporados por consideraciones de espacio pero están a disposición de cualquier investigador que los solicite.

¹² En la ecuación de importaciones, con la única excepción del estadístico ADF, todos los estadísticos calculados concluyen el rechazo de la hipótesis nula de no cointegración. En la de exportaciones, el estadístico ADF y el panel v-statistic bajo el supuesto de no inclusión de tendencia determinística, no permiten rechazar la hipótesis nula de no cointegración. Todos los demás estadísticos calculados concluyen el rechazo de la hipótesis nula de no cointegración.

¹³ La razón de considerar un contraste basado en la utilización de series de datos mixtas es la baja potencia de los contrastes de cointegración cuando son aplicados a las series temporales habituales. La utilización de series con datos de mayor frecuencia no mejora la situación. Pedroni asume que el investigador está interesado únicamente en saber si las variables están o no cointegradas, al margen de la forma específica de la relación de cointegración. Su contraste permite que los coeficientes varíen entre las secciones del panel, estimando de manera separada la relación de cointegración para cada miembro del panel y poniendo seguidamente en común los residuos cuando se construyen los contrastes de cointegración del panel de datos.

¹⁴ La baja elasticidad precio de las importaciones es atribuida habitualmente a la necesidad de importar productos energéticos y materias primas con independencia de sus precios.

gativas y significativas las elasticidades precio de importación de Irlanda, España, Portugal y Grecia y las de exportación de Finlandia y Alemania, aunque sus valores son muy bajos.

En segundo lugar, si atendemos a la clasificación de países que realizamos en función de los saldos de la balanza de bienes y servicios, se puede observar que aquellos que han mantenido saldos con superávit a lo largo del periodo o que los han generado a partir de la unión monetaria tienen una elasticidad renta de exportaciones mayor que la de importaciones (Austria, Irlanda, Holanda y Finlandia) o tienen una magnitud similar (Bélgica-Luxemburgo). Por el contrario, en Francia e Italia, países que ven deteriorarse su posición comercial desde la moneda única, y en Portugal, con déficit a lo largo de todo el periodo, la de importaciones supera a la de exportaciones. Las únicas excepciones a la norma observada son Alemania, España y Grecia (en Grecia la elasticidad renta de importaciones supera a la de exportaciones pero en una pequeña cuantía). Conviene, por tanto, atender a las especificidades de estos países.

En Alemania deben tenerse en cuenta dos elementos. En primer lugar, la reunificación alemana afectó a los datos de su sector exterior. De hecho, el periodo de menor crecimiento de las exportaciones alemanas coincidió con la etapa comprendida entre la reunificación del país y la entrada en funcionamiento del euro, precisamente una etapa con un crecimiento intenso de sus mercados de exportación y en la que más descendieron sus precios de exportación. En segundo lugar, como ya indicamos, Alemania es el único país que experimentó un incremento sensible en el ritmo de crecimiento de sus exportaciones en la etapa de la moneda única respecto al periodo anterior. Las exportaciones alemanas crecieron intensamente con la moneda única con independencia del tirón de la demanda, incluso con independencia de la evolución de los precios relativos de exportación.¹⁵ Los estudios empíricos han detectado cambios en los determinantes de la exportación alemana desde el proceso de reunificación. Vinculan su incremento a la habilidad para aprovechar el rápido crecimiento de los mercados globales y a la deslocalización de la producción en el sector exportador (Danninger y Joutz, 2008), mientras que los precios relativos tendrían poca relevancia (Stahn, 2006).

Por su parte, España y Grecia, son los dos países que experimentan un mayor impulso en su ritmo de crecimiento económico desde el comienzo de la moneda única con respecto al periodo anterior. Además, España es en esa etapa el país con mayor crecimiento de las importaciones.

Se ha repetido para estos tres países la estimación incorporando variables adicionales.¹⁶ En las ecuaciones reestimadas de Alemania, se reduce conside-

¹⁵ En esta última etapa, los precios de exportación se han encarecido hasta el 2004 y han descendido desde entonces pero hasta retornar en el año 2008 al nivel que tenían en el 2000. Desde el año 2008, en que se desencadenó la crisis, han continuado decreciendo.

¹⁶ En concreto, se ha repetido la estimación incorporando en la ecuación de exportaciones de Alemania dos tendencias deterministas (para recoger el efecto de la formación del mercado único y la entrada en funcionamiento del euro), y en las ecuaciones de exportaciones de España y Grecia una tendencia determinista (para el efecto de la formación del mercado único) y una variable ficticia (para la entrada del euro). En la ecuación de importaciones se han incluido, en los tres países, dos tendencias deterministas – la del mercado único y la de la moneda única.

rablemente la diferencia entre el coeficiente estimado de la elasticidad renta de las importaciones y el de exportaciones – aunque sigue siendo algo mayor el primero – y la elasticidad precio de las exportaciones deja de ser significativa. Ahora bien, la tendencia determinista para la moneda única en la ecuación de exportaciones resulta significativa y especialmente destacable por cuanto supone que gran parte del intenso crecimiento de las exportaciones alemanas con el euro se explica por factores internos y diferentes de los convencionales.

En España y Grecia, la entrada en la UE supuso un gran impulso para el sector exterior. Sin embargo, la puesta en marcha de la moneda única ha tenido efectos negativos sobre la evolución de las exportaciones e importaciones. En ambos casos, el dinamismo de sus economías y las facilidades crediticias provocaron un fuerte incremento de la demanda interna, lo que tuvo como consecuencia que sus empresas expandieran sus mercados interiores, aumentando con ello las importaciones, pero desatendieran la expansión de sus mercados exteriores.

En esta segunda estimación, los resultados obtenidos para Grecia se ajustarían al estándar que presentaban los países con déficit exterior: elasticidad renta de importaciones superior a la de exportaciones y elasticidades precio no significativas o positivas. En España, la elasticidad renta de las exportaciones sigue siendo considerablemente superior a la de importaciones (y las elasticidades precio son negativas y significativas, aunque muy reducidas). Estos resultados explican la evolución de las exportaciones españolas, que han aumentado incluso en etapas de menor crecimiento de los principales importadores de productos españoles y de la cada vez más desfavorable competitividad nominal. A lo largo de todo el período, los precios de exportación de España han crecido, muy especialmente durante el período posterior a la puesta en funcionamiento del euro. Aún así, el efecto negativo de dicho encarecimiento no ha impedido el incremento continuado de las exportaciones. Sólo una profunda mejora de la competitividad real española puede explicar este fenómeno¹⁷.

¹⁷ En relación con ello, Alonso y Garcimartín (1998) y Alonso (1999) consideran que las funciones de comercio pueden presentar problemas de identificación en los casos de países y periodos en los que se producen cambios importantes en la estructura productiva y en la composición de las exportaciones. Sus estimaciones para España en el periodo 1960-1994 muestran, en ese caso, la importancia de incorporar en las funciones de comercio una variable que recoja el cambio en la composición y calidad de su oferta exportadora. De los resultados se deducía que la renta seguía siendo determinante en el proceso de ajuste externo español pero que los precios también desempeñaban un papel, aunque muy reducido, por lo que no hubiese sido adecuado excluirllos a priori de la condición de equilibrio de Thirlwall.

TABLA 2.- ESTIMACIÓN POR MÍNIMOS CUADRADOS CON INFORMACIÓN COMPLETA

Elasticidad- renta	Importaciones			Exportaciones		
	Coefficiente	t-stat	Prob.	Coefficiente	t-stat	Prob.
AT	2,1548	38,9900	0,0000	2,3580	17,4770	0,0000
BL	1,4589	29,4580	0,0000	1,4512	15,3670	0,0000
IE	1,4955	18,9820	0,0000	2,4251	22,0080	0,0000
NL	2,1776	24,1980	0,0000	2,7222	25,7060	0,0000
FI	2,2085	28,2780	0,0000	2,4700	8,0723	0,0000
DE	3,7280	14,9170	0,0000	1,4645	4,7075	0,0000
DE(1)	2,0841	16,1450	0,0000	1,6007	4,0097	0,0001
IT	2,7596	43,7880	0,0000	2,0129	10,4130	0,0000
FR	2,7742	22,5550	0,0000	2,3887	9,9641	0,0000
ES	1,6482	7,2975	0,0000	6,6141	10,6020	0,0000
ES(1)	1,4009	11,4960	0,0000	2,5098	3,4363	0,0009
PT	2,0611	21,7190	0,0000	0,8859	4,0096	0,0001
GR	1,4923	16,8940	0,0000	1,4861	3,0665	0,0028
GR(1)	1,7388	8,1602	0,0000	1,2284	3,5166	0,0007
Elasticidad- precio	Coefficiente	t-stat	Prob.	Coefficiente	t-stat	Prob.
AT	0,0017	0,9680	0,3355	0,0033	0,9078	0,3663
BL	-0,0022	-1,2059	0,2309	0,0094	4,3625	0,0000
IE	-0,0049	-10,270	0,0000	0,0030	0,3157	0,7530
NL	-0,0003	-0,2897	0,7727	0,0174	5,4898	0,0000
FI	0,0024	1,1812	0,2405	-0,0063	-1,6690	0,0985

DE	0,0077	2,7994	0,0062	-0,0131	-2,0250	0,0457								
DE(1)	0,0036	4,0609	0,0001	-0,0001	-0,0362	0,9712								
IT	0,0003	0,2812	0,7792	0,0044	2,1081	0,0377								
FR	0,0022	1,8070	0,0740	0,0020	0,5377	0,5921								
ES	-0,0107	-7,1600	0,0000	-0,0057	-1,1178	0,2665								
ES(1)	-0,0057	-7,6395	0,0000	-0,0080	-2,4496	0,0162								
PT	-0,0032	-6,1943	0,0000	0,0178	7,9672	0,0000								
GR	-0,0026	-2,9341	0,0042	0,0115	13,4875	0,0000								
GR(1)	-0,0004	-0,6757	0,5010	0,0043	3,2787	0,0015								
Mercado único	Coefficiente	t-stat	Prob.	Coefficiente	t-stat	Prob.								
DE	0,0078	10,428	0,0000	-0,0045	-0,8477	0,3989								
ES	0,0123	11,914	0,0000	0,0171	6,7754	0,0000								
GR	0,0040	2,1594	0,0345	0,0136	5,5211	0,0000								
Moneda única	Coefficiente	t-stat	Prob.	Coefficiente	t-stat	Prob.								
DE	-0,0011	-1,1212	0,2651	0,0233	3,5707	0,0006								
ES	-0,0153	-8,7428	0,0000	-0,2304	-2,2154	0,0292								
GR	-0,0135	-8,2281	0,0000	-0,1773	-2,0634	0,0419								
R2	AT	BL	IE	NL	FI	DE	DE(1)	IT	FR	ES	ES(1)	PT	GR	GR(1)
Im	0,98	0,97	0,99	0,99	0,97	0,99	0,95	0,98	0,99	0,94	0,98	0,98	0,93	0,97
Ex	0,92	0,96	0,94	0,96	0,83	0,83	0,97	0,84	0,96	0,81	0,93	0,85	0,77	0,90

Se han incluido ficticias estacionales.

(1) Ecuación importaciones: estimación con mercado único y moneda única (tendencia lineal).

(1) Ecuación exportaciones: estimación con mercado único (tendencia lineal); moneda única (ES y GR ficticia; DE tendencia lineal) y ficticia de unificación (solo en DE).

Fuente: Elaboración propia con datos de Eurostat National Accounts y OECD. Foreign Trade by Commodities.

5. CONTRASTACIÓN DEL MODELO DE CRECIMIENTO DE THIRLWALL.

El contraste del modelo de crecimiento de Thirlwall se ha realizado verificando si, a largo plazo, el crecimiento real del PIB de los países de la UME-12 se ha aproximado al que predice el modelo en su ecuación 6.^{18 19}

A continuación, se ha realizado un contraste de cointegración de Pedroni (2004) para el panel de países de la UME entre 1986 y 2010 entre las variables PIB observado y el estimado de acuerdo con el modelo, cuyo resultado respalda el modelo de crecimiento restringido por la balanza de pagos propuesto por Thirlwall, ya que permite afirmar que existe una relación de cointegración a largo plazo entre las dos variables consideradas.²⁰

En el gráfico 7 se presenta la evolución del PIB observado y del que el modelo predice como compatible con una situación de equilibrio de la balanza comercial.

Desde el inicio de la moneda única hasta el comienzo de las turbulencias financieras en 2007, se observa que los países centrales (especialmente Finlandia, Austria y Alemania) han tenido capacidad para crecer por encima del ritmo al que lo han hecho sin poner en peligro su equilibrio exterior. La situación contraria se observa en tres países periféricos (España, Portugal y Grecia). Además, los gráficos de Grecia y Portugal ponen de manifiesto el carácter estructural de su situación de déficit en la balanza de bienes y servicios.

6. DISCUSIÓN

Desde una perspectiva macroeconómica, un déficit por cuenta corriente implica que el país se está endeudando con el exterior y lo contrario en el caso de superávit. La literatura referida a los desequilibrios corrientes en el euroárea tiene su arranque en el trabajo de Blanchard y Giavazzi (2002). Estos autores consideraban que tales desequilibrios se ajustan a las predicciones de la teoría en un proceso de mayor integración comercial y financiera: un aumento de la inversión en los países menos desarrollados, dadas las mayores

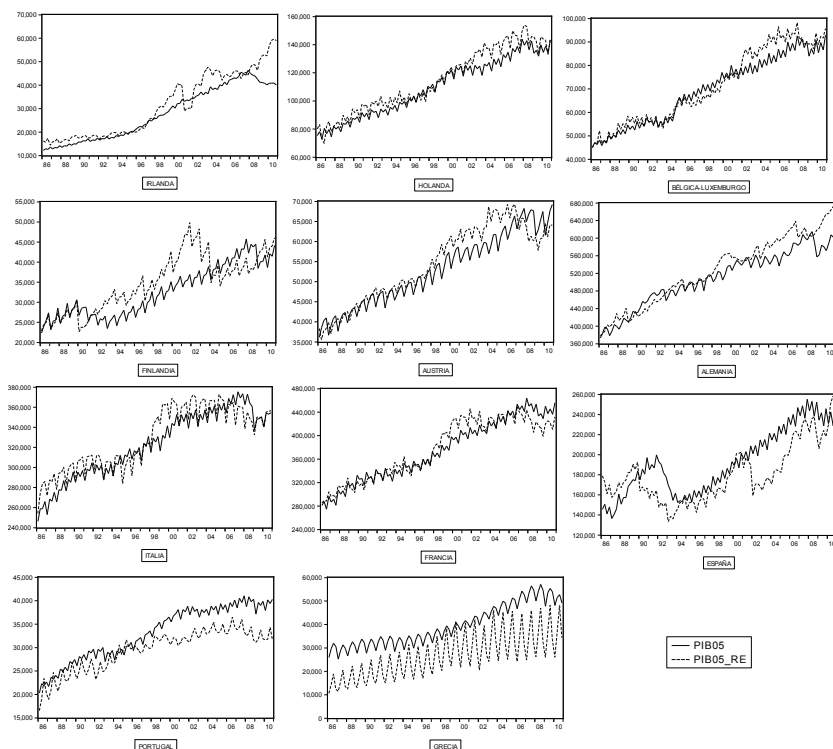
¹⁸ Partiendo de la condición de equilibrio de la balanza de pagos y de la estimación de las funciones de importaciones y exportaciones y dado que las importaciones son función del crecimiento de la renta interior, se calcula la tasa de crecimiento consistente con el equilibrio a largo plazo de la balanza de pagos.

¹⁹ Véase Alonso (1999).

²⁰ La práctica totalidad de los estadísticos calculados concluyen el rechazo de la hipótesis nula de no cointegración. Los resultados no sean incorporado por consideraciones de espacio pero están a disposición de cualquier investigador que los solicite. Este resultado se ve confirmado si estimamos la relación a largo plazo entre ambas variables a través del método propuesto por Phillips y Hansen (1990), que permite obtener estimadores asintóticamente insesgados y realizar inferencias a través de los contrastes de Wald. En ese caso con un nivel de significación del 5 por ciento, no se puede rechazar la hipótesis de que el vector de cointegración sea de la forma (1,-1), y se rechaza con una probabilidad de error inferior al 1 por ciento la hipótesis de que los residuos sean no estacionarios de acuerdo a los contrastes de Dickey Fuller ampliado ($\tau = -3.406315$ y $\gamma = -27.30020$) y Phillips y Ouliaris ($\tau = -8.428419$ y $\gamma = -128.7483$).

tasas de retorno esperadas, y una disminución en su ahorro, debido a las mejores perspectivas de crecimiento. Lo contrario sucedería en los más ricos. Se trataría, por tanto, de un proceso necesario para la convergencia de los más pobres. Estudios posteriores han confirmado la existencia en el área del euro de esos flujos de capital desde los países con elevada renta per cápita hacia los de baja (Schmitz y von Hagen, 2011; Lane, 2010). Según estiman Schmitz y Hagen (2011), los países periféricos habrían experimentado déficits, mientras que Alemania y Holanda habrían mantenido fuertes superávits frente al Euro-sistema que se habrían compensado, al menos parcialmente, con déficit con el resto del mundo. En sus palabras, 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, la crisis financiera y los subsecuentes problemas de deuda soberana han puesto en tela de juicio que dichos flujos financieros se hayan visto acompañados por la esperada convergencia de los países periféricos.

GRÁFICO 7.- EVOLUCIÓN DEL PIB PM (PIB05) Y DEL ESTIMADO POR EL MODELO DE CRECIMIENTO RESTRINGIDO POR LA BALANZA DE PAGOS (PIB05_RE), A PRECIOS CONSTANTES DE 2005.



Fuente: Eurostat National Accounts y elaboración propia.

Un déficit por cuenta corriente puede favorecer el proceso de crecimiento y convergencia en estados o regiones con menor PIB per cápita, pero cabe plantearse acerca de su sostenibilidad. Giavazzi y Spaventa (2010) señalan que el país prestamista debe respetar una restricción de solvencia intertemporal -las deudas actuales deben compensarse con superávits corrientes en el futuro (descontados)- y esto sólo se logra si los préstamos exteriores se utilizan para incrementar la capacidad productiva de un país en bienes y servicios exportables. Desde la perspectiva de Thirlwall, las entradas de capital pueden permitir que una economía crezca por encima de su tasa de equilibrio pero en el momento en que cesen los flujos de capital se producirá un ajuste vía renta hasta ceñirse de nuevo a los límites que marca su restricción exterior. La posibilidad de lograr un ritmo de crecimiento superior a largo plazo pasaría por la inversión de los flujos de capital en actividades que incrementen la elasticidad renta de las exportaciones y favorezcan una disminución de la de importaciones.

Únicamente tres de los países estudiados –España, Grecia y Portugal– han logrado mantener, desde el inicio de la moneda única hasta el estallido de la crisis en 2007, tasas de crecimiento superiores a las consistentes con el equilibrio exterior, alimentadas por flujos de capitales exteriores. Se trata de los tres países que más vieron incrementar sus déficits de la balanza de bienes y servicios y de balanza por cuenta corriente desde el inicio de la moneda única y los que, junto con Irlanda, están sufriendo con mayor dureza el ajuste durante la crisis.

Ahora bien, las realidades de estos tres países son diferentes. Grecia y Portugal presentan un condicionamiento estructural que explica la permanencia de sus déficits exteriores a lo largo del tiempo, ya que la elasticidad renta de las exportaciones es inferior a la de sus importaciones. No sería este el caso de España, donde los efectos beneficiosos de disponer de una elasticidad renta elevada de exportaciones se ven superados en las fases expansivas por el fuerte impulso que el crecimiento económico interno imprime a las importaciones, lo que se ha visto además alimentado en la etapa de la moneda única por el comportamiento procíclico que mantuvieron las variables monetarias y crediticias.

Para evitar los desequilibrios externos persistentes en los países periféricos, las inversiones derivadas de los flujos de capital deberían dirigirse a reforzar de manera paulatina su competitividad real, mejorando la elasticidad renta de sus exportaciones y reduciendo la de sus importaciones²¹. Pero es también necesario complementar estas medidas con un control de las variables que actúan exacerbando los desequilibrios a corto plazo (reducir el diferencial de crecimiento entre los países centrales y los periféricos, estimulando el crecimiento en los países centrales y evitando el componente procíclico de las variables monetarias y crediticias en algunos periféricos).

²¹ Aunque no ha sido analizado en este trabajo, algunos estudios recuerdan que no es únicamente la especialización exportadora la que debe mejorar sino también los efectos que esta pueda tener sobre las importaciones (Matesanz Gómez *et. al.*, 2007; Fuji Gambero, 2003).

Dicho esto cabe añadir que en una unión monetaria los déficits corrientes de los miembros deberían ser irrelevantes (como sucede en Estados Unidos). Pero es con la crisis financiera cuando se adquiere conciencia de que el endeudamiento externo acumulado que se asocia a esos déficits persistentes sí importa en el área del euro y, la razón de ello se sitúa en un claro fallo de diseño de la unión monetaria que transfiere el riesgo excesivo asumido por el sector financiero europeo a los estados soberanos –precisamente en aquellos países que requerían el endeudamiento para la convergencia– y convierte, a su vez, la deuda soberana de esos estados de facto en deuda externa, ya que no controlan la moneda en la que se emite dicha deuda. Así, una crisis financiera ha acabado convirtiéndose en una crisis de deuda soberana y, en consecuencia, lo que debería haber sido un debate centrado en las deficiencias de la regulación y de la supervisión financiera se ha transformado en un debate sobre la solvencia de Estados soberanos.

7. CONCLUSIONES

El objetivo de nuestro trabajo ha sido el análisis de la sostenibilidad de los desequilibrios por cuenta corriente en el área del euro. Para ello, hemos estimado las ecuaciones de importaciones y exportaciones de bienes y servicios de los países de la UME-12 con el fin de estudiar sus determinantes y a continuación, hemos estimado la senda de crecimiento económico restringido por la balanza de pagos de cada uno de esos países, según el modelo de Thirlwall, y la hemos comparado con el crecimiento efectivamente experimentado. Sintetizamos a continuación las principales conclusiones.

En relación con los determinantes de las importaciones y las exportaciones, se extraen al menos dos resultados. En primer lugar, se confirma, de manera consistente con trabajos anteriores, la importancia fundamental de las elasticidades renta en relación con las elasticidades precio para explicar tanto las importaciones como las exportaciones. En segundo lugar, hemos comprobado que los países que han mantenido saldos con superávit en la balanza de bienes y servicios a lo largo del periodo o que los han generado a partir de la unión monetaria tienen una elasticidad renta de exportaciones mayor que la de importaciones, con dos excepciones claras a esta norma: Alemania (con superávit y elasticidad renta de exportaciones inferior a la de importaciones) y España (con déficit y elasticidad renta de exportaciones superior a la de importaciones). En ambos casos, existen factores, distintos de los convencionales, que habrían influido en sus patrones de comercio exterior.

Con respecto a la comparación entre la senda de crecimiento que garantiza el equilibrio exterior y la efectiva, se concluye que únicamente España, Grecia y Portugal habrían mantenido desde el inicio de la moneda única hasta el comienzo de la crisis en 2007, tasas de crecimiento efectivas superiores a las consistentes con la restricción exterior, sostenidas por flujos de capitales de los países centrales.

No se puede afirmar que los déficits corrientes de estos países fueran sostenibles. Ahora bien, responden a realidades diferentes. En Grecia y Portugal, el déficit exterior tiene una fuerte raíz estructural y su sostenibilidad sólo podría alcanzarse a través de una mejora de la elasticidad renta de sus exportaciones respecto a la de importaciones. En España, la elasticidad renta de exportaciones es alta pero su diferencial de crecimiento con los países centrales, los flujos de capitales y los efectos procíclicos de la política monetaria única habrían favorecido el deterioro de su saldo externo en la etapa de la moneda única.

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

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Alonso, J.A. y Garcimartín, C. (1998): "La restricción externa al crecimiento: nuevos enfoques", *Revista de Economía Aplicada*, 16 (6), 5-37.
- Alonso J.A. (1999): "Growth and the External Constraint: Lessons from the Spanish Case", *Applied Economics*, February. 31, 245-253.
- Barrios, S.; Iversen, P.; Lewandowska, M. y Setzer, R. (2009): "Determinants of Intra-Eurozone Bond Spreads During the Financial Crisis", *European Economy*, Economic Paper, 388.
- Blanchard, O. y Giavazzi, F. (2002): "Current Account Deficits In The Euro Area: The End Of The Feldstein-Horioka Puzzle?", *Brookings Papers on Economic Activity*, 2, 147-186.
- Crespo Rodríguez, A; Pérez-Quirós, G. y Segura-Cayuela, R. (2011): "Indicadores de competitividad y la importancia de la asignación eficiente de los recursos", *Boletín Económico*, Banco de España, diciembre, 31-39.
- Danninger, S. y Joutz, F. (2008): "What explains Germany's Rebounding Export Market Share?", *CESifo Economic Studies*, 54(4), 681-714.
- FMI (2010): *Global Financial Stability Report*, Abril 2010.
- Fuji Gambero, G. (2003): "Los límites de balance de pagos al crecimiento económico de Argentina, Brasil, México y Chile", *Revista de Economía Mundial*, 8, 73-93.
- García, C. y Tello, P. (2011): "La evolución de la cuota de exportación de los productos españoles en la última década: el papel de la especialización comercial y de la competitividad", *Boletín Económico*, Banco de España, mayo, 51-60.
- 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, Center for Economic Policy Research, Londres.

- Goldstein, M y Khan, M. S. (1985): "Income and Price Effects in Foreign Trade" en R.W. Jones y P.B. Kenen[ed.]: *Handbook of International Economics*, vol II. Elsevier Science Publishers B.V.
- Gros, D. (2011): *External versus Domestic Debt in the Euro Crisis*, CEPS Policy Brief, núm 243, 25th May.
- Houthakker, H.S.y S. Magee, (1969): "Income and Price Elasticities in World Trade," *Review of Economics and Statistics*, 51, III-125.
- Krugman, P (1989): "Differences in Income Elasticities and Trends in Real Exchange Rates", *European Economic Review*, 33 (5), 1031-1046.
- Lane, P. (2010): *A European Perspective on External Imbalances*. (Report Number 5, octubre), Swedish Institute for Economic Policy Studies, Stockholm.
- López Penabad, M.C.; López Andiñ, M.C.; Maside Sanfiz, J.M. y Iglesias Casal, A. (2012): Análisis de la integración de los mercados hipotecarios mediante técnicas para paneles de datos, *Revista de Economía Mundial*, 32, 189-213.
- Matesanz Gómez, D.; Fugarolas Álvarez-Ude, G. y Candaudap, E. (2007): Balanza de pagos y crecimiento económico restringido. Una comparación entre la economía argentina y la mexicana, *Revista de Economía Mundial*, 17, 25-49.
- McCombie John S.L. (2011) "Criticisms and Defences of the Balance-Of-Payments Constrained Growth Model: Some Old, Some New", *PSL Quarterly Review*, vol. 64, n. 259, 353-392.
- Noguer, M. (2011): Coyuntura española- Exportación fuerte competitividad débil: ¿una extraña pareja?, *Informe mensual de La Caixa*, 374, junio, en (27-2-2013):<http://www.lacaixa.comunicacions.com/se/ieimaf.php?idioma=esp&llibre=201106&cpn=013080s>
- Orcutt, G.H. (1950): "Measurement of Price Elasticities in International Trade", *Review of Economics and Statistics*, 32(2), 117-132.
- Pedroni, P. (2004): "Panel Cointegration: Asymptotic and Finite Sample Properties of Pooled Time Series Tests with an Application to the Ppp Hypothesis", *Econometric Theory*, 20, 597-625
- Phillips, P.C.B. and Hansen, B. E. (1990): "Statistical Inference in Instrumental Variables Regression with I(1) Processes", *Review of Economic Studies*, 57, 99-125
- Schmitz, B y von Hagen, J. (2011): "Current Account Imbalances and Financial Integration in the Euro Area", *Journal of International Money and Finance*, 30, 1676-1695.
- Stanh, K (2006): "Has The Impact of Key Determinants of German Exports Changed? Results from Estimations of Germany'S Intra Euro-Area and Extra Euro-Area Exports", Deutsche Bundesbank, Discussion Paper 07/2006.
- Thirlwall, A.P. (1979): "The Balance of Payments Constraint As an Explanation of International Growth Rate Differences", *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, March

- Thirlwall, A.P (1983): "Foreign Trade Elasticities in Centre-Periphery Models of Growth and Development", *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, September.
- Thirlwall, A.P (2002): *The Nature of Economic Growth. An Alternative Framework for Understanding the Performance Of Nations*, Edward Elgar, Cheltenham, UK
- Thirlwall, A.P (2011): "Balance of Payments Constrained Growth Models: History and Overview", *PSL Quarterly Review*, vol. 64, n. 259, 307-351.