

# Déficits en cuenta corriente en la Unión Económica y Monetaria Europea y crisis financiera internacional

Philip Arestis\* y Jesús Paúl Gutiérrez\*\*

## Resumen

La creación de la Unión Económica y Monetaria Europea (UEM) cambió el papel del saldo de cuenta corriente, tradicionalmente como equilibrio básico necesario para asegurar el crecimiento económico de largo plazo. La eliminación del riesgo cambiario y la facilidad para acceder a los mercados financieros internacionales, consecuencia de la integración financiera europea, han hecho que el déficit de cuenta corriente sostenible haya aumentado notablemente. Así, desde mediados de los noventa y, en especial, tras la implantación del euro, se ha asistido a un importante aumento en la dispersión de los desequilibrios de cuenta corriente de los países miembros de la UEM, como consecuencia, principalmente, del tamaño alcanzado por los déficits de cuenta corriente de Portugal, Grecia y España. Estos déficits podrían ser considerados una consecuencia natural y beneficiosa del propio proceso de integración económica, monetaria y financiera europea y que podrían ser absorbidos sin consecuencias económicas importantes para los países que los registran. Sin embargo, su tamaño y persistencia han provocado un rápido deterioro en su posición de inversión internacional, lo que impide el mantenimiento de la actual tendencia de deterioro y exige su corrección. El artículo analiza la evolución de los desequilibrios de cuenta corriente en la UEM, su interrelación con la integración monetaria y el especial impacto que la crisis financiera internacional está teniendo sobre los países que registran mayores déficits de cuenta corriente.

**Palabras Clave:** Política Monetaria, Movimientos Internacionales de Capital, Cuenta Corriente

## Abstract

The European Monetary Union (EMU) has transformed the traditional role that the current account balance has played as a key factor to guarantee long-term economic growth. The removal of exchange rate risk and an improved access to international financial markets have generated a sharp increase in current account deficits. Since the mid-1990s, and especially after the adoption of the euro in January 1999, we have witnessed a significant increase in the dispersion levels of the current account imbalances of EMU countries. The current account deficits exhibited by Greece, Portugal and Spain are partially the cause of the aforementioned dispersion. These deficits could be interpreted as a positive result of the integration process. However, the size of the deficits together with their persistence through time has resulted in a fast worsening of the international investment position that calls for adjustment. This paper examines the evolution of the EMU current account imbalances, their relation to the monetary integration process registered after the introduction of the euro, and the special impact that the international financial crisis is having on countries with high current account deficits.

**Key Words:** Monetary Policy, International Capital Flows, Current Account

---

\* Cambridge Centre for Economic and Public Policy, Department of Land Economy, University of Cambridge, Reino Unido. Correo electrónico: pa267@cam.ac.uk

\*\* Visiting Scholar, University of Cambridge, y Universidad CEU-San Pablo, España.

## Introducción

La presencia de crecientes y persistentes desequilibrios globales de cuenta corriente ha estado en el centro del debate de las autoridades económicas en los últimos años y posiblemente ha constituido uno de los temas más desafiantes para la investigación económica en el ámbito de la macroeconomía internacional. La mayor parte de estos debates se centraron en el elevado déficit de cuenta corriente de Estados Unidos (US) y en sus contrapartidas, en especial, los elevados superávits de los países asiáticos. Por el contrario, los desequilibrios exteriores de los países miembros del Área Euro atrajeron escasa atención, por un lado, porque los países de la Unión Económica y Monetaria Europea (UEM) como conjunto han tenido una cuenta corriente relativamente equilibrada, y, por otro lado, porque desde que se empezó a diseñar la UEM prevaleció la idea que la restricción de balanza de pagos de los países miembros desaparecería una vez implantada la moneda única.

Si ya de por sí existe una notable falta de claridad acerca de lo que constituye una evolución satisfactoria de la balanza de pagos y, en última instancia, acerca de la naturaleza misma de la restricción externa; la pertenencia a una unión monetaria abre nuevos interrogantes a la hora de interpretar y establecer las implicaciones que para un país tiene un elevado déficit de cuenta corriente. No obstante, más allá de las diferencias de interpretación, el tamaño y la persistencia de los déficits de cuenta corriente de algunos de los países miembros de la UEM, han hecho que los desequilibrios externos sean centro de atención como potencial elemento de inestabilidad del área, especialmente en un momento como el actual de crisis financiera global.

La presente colaboración, primero analiza la escasa relevancia que se le asignó a los desequilibrios externos en el diseño de la UEM. Posteriormente, se analizan los principales hechos estilizados

respecto a la cuenta corriente de los países del Área Euro y de ésta en su conjunto. En tercer lugar, se aborda la relación existente entre la creciente integración financiera y los desequilibrios de cuenta corriente en el seno de la UEM; para finalizar evaluando el impacto que la crisis financiera internacional ha tenido sobre la financiación exterior de los países con mayores déficits de cuenta corriente de la UEM y las dificultades a las que se pueden enfrentar éstos en el proceso de ajuste de sus economías.

### **Relevancia de desequilibrios externos en el diseño de la Unión Monetaria Europea**

Desde que se inició el diseño de la UEM fue muy reducida la relevancia que se le dio a la posible aparición de desequilibrios de cuenta corriente en los Estados Miembros y los efectos desestabilizadores que estos podían generar. Así, la propia Comisión Europea (1990) en el exhaustivo informe titulado “One market, one money”, en el que se realizaba una evaluación de los beneficios y costes potenciales que se derivarían del establecimiento de una unión económica y monetaria, señalaba:

*“Un efecto principal de la UEM es que las restricciones de balanza de pagos desaparecerán en la forma en que se producían en las relaciones internacionales. Los mercados privados financiarán a todos los prestatarios viables, y las diferencias entre ahorro e inversión ya no constituirán una restricción a nivel nacional”* (p. 24). Y *“Con una moneda única, la restricción de cuenta corriente frente a los otros miembros de la unión desaparece. En un modelo de objetivos-instrumentos, tipo Tinbergen, con el equilibrio externo como uno de los objetivos y el tipo de cambio como uno de los instrumentos, la desaparición del tipo de cambio como instrumento sería compensada por la eliminación del objetivo de equilibrio externo”* (p. 158).

El argumento esencial para sustentar la desaparición de la restricción exterior para los países integrados en una unión monetaria era que la eliminación del riesgo de tipo de cambio, derivado de la introducción de una moneda única, unido a la total liberalización

de movimientos internacionales de capital, estimularían positivamente la distribución del capital dentro de los países de la unión, lo que facilitaría la financiación de sus déficits externos.

Asimismo, se contemplaba la posibilidad de que se pudieran producir temporalmente desequilibrios en la cuenta corriente, que vendrían a sustituir parcialmente al tipo de cambio como mecanismo de ajuste. En concreto, y basándose en la interpretación de la cuenta corriente como diferencia entre ahorro e inversión nacional, se consideraban dos posibles circunstancias en las que se registrarían desequilibrios en la cuenta corriente de un país (Comisión Europea, 1990, p.159):

- a) Cuando se produjera un shock adverso de carácter temporal. Por ejemplo, una reducción de la demanda externa, lo que provocaría un descenso en la renta y, por tanto, en el consumo. Sin embargo, el mismo nivel de consumo podría ser mantenido temporalmente reduciendo la tasa de ahorro, lo que deterioraría el saldo en la balanza de cuenta corriente. En consecuencia, en un área financieramente integrada con libertad internacional del capital, la perturbación sería absorbida temporalmente mediante financiación externa.
- b) Cuando un país por alguna razón tuviera la expectativa de un aumento permanente en la productividad futura, pero su ahorro fuera insuficiente para conseguir la igualdad de las tasas reales de rentabilidad, como podría ser el caso de los países más pobres de la UEM. Con libertad internacional del capital, la inversión podría ser financiada mediante capital extranjero o lo que es lo mismo incurriendo en un déficit de cuenta corriente. Cuando el endeudamiento externo se transformara en capital productivo, el mayor crecimiento permitiría que la deuda externa fuera amortizada.

Por tanto, en el diseño de la UEM se contemplaba la posibilidad de que la cuenta corriente de los Estados Miembros, ante determinadas circunstancias, estuviera desequilibrada durante períodos prolongados de tiempo, lo cual no tendría por qué representar un problema, mientras existiera la expectativa de que el país podría hacer frente a la deuda externa acumulada. Con una

moneda única, se consideraba que la restricción exterior no sería distinta de la que se enfrentan los prestatarios nacionales frente a los prestamistas nacionales.

Sin embargo, la propia Comisión señalaba que había razones para prestar atención al desequilibrio externo, entre las que destacan:

- 1.- El saldo exterior puede constituir un indicador del propio funcionamiento de la UEM.
- 2.- Incluso en presencia de libertad internacional de movimientos de capital, sigue existiendo una restricción de solvencia a largo plazo y ésta impide que exista de forma permanente un déficit en la balanza de cuenta corriente.

No obstante, aunque en el diseño de la UEM se aceptase que la cuenta corriente no perdía completamente su significado, en la práctica la relevancia que se le dio fue muy escasa.<sup>1</sup> Y así se demostró a la hora de establecer los criterios de convergencia para acceder a la UEM o en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento.<sup>2</sup> Tanto en la definición de los criterios de convergencia del Tratado de Maastricht, como a la hora de definir requisitos que garanticen la estabilidad de la UEM, se fijaron exclusivamente limitaciones cuantitativas relativas al nivel de déficit y de endeudamiento público, pero en ningún caso se estableció ningún tipo de requisito en cuanto a desequilibrios en cuenta corriente o de nivel de deuda externa. La lógica económica subyacente en el establecimiento de limitaciones en cuanto al nivel de déficit público era tratar de evitar el riesgo de que se produzcan comportamientos de “free-rider” (Wyplosz, 2006 b). Un país podría encontrar conveniente permitir que su endeudamiento público creciese hasta el punto de que el “default” se convierta en inevitable. Con ello estaría obligando a

---

<sup>1</sup> La falta de interés respecto a los desequilibrios externos de los países miembros de la UEM no sólo se produjo entre las autoridades políticas, sino que también se dio desde el punto de vista académico. Así, durante la década de los noventa proliferaron las investigaciones económicas que evaluaban los ajustes a los que potencialmente se tendrían que enfrentar los países pertenecientes a la futura UEM como consecuencia de shocks asimétricos o de la existencia de ciclos económicos no sincronizados. Sin embargo, el análisis de los efectos que el proceso de integración podría tener sobre los desequilibrios externos fue prácticamente nulo. Para una evaluación de los ajustes a los que se enfrentarían los países de la UEM, véase, por ejemplo, Bayoumi y Eichengreen (1993) y Cohen y Wyplosz (1989).

<sup>2</sup> Véase Arestis et al. (2001) para un análisis crítico del Pacto de Estabilidad y Crecimiento.

que el resto de países acudieran en su ayuda y penalizando la estabilidad económica del conjunto del área.

Si se ve que el déficit de cuenta corriente de un país es la suma del déficit financiero del sector privado (exceso de inversión sobre ahorro) y el déficit público, el hecho de establecer limitaciones a la cuantía del déficit público y no establecer limitaciones al desequilibrio en la balanza de cuenta corriente, significa que no es objeto de preocupación para las autoridades económicas el déficit financiero en el que pueda incurrir el sector privado. Esta lógica económica que prevaleció en el diseño de la UEM indirectamente coincide con la denominada Doctrina Lawson, así como con los planteamientos académicos de Corden (1994), según los cuales un déficit de cuenta corriente que surge como consecuencia de decisiones del sector privado no debe ser objeto de preocupación para las autoridades económicas, en la medida de que es el resultado de las decisiones óptimas de los agentes económicos privados respecto al ahorro e inversión. Ahora bien, el desequilibrio presupuestal debe ser objeto de atención por parte de las autoridades económicas.

### **Desequilibrios de cuenta corriente en Zona Euro: Principales hechos estilizados**

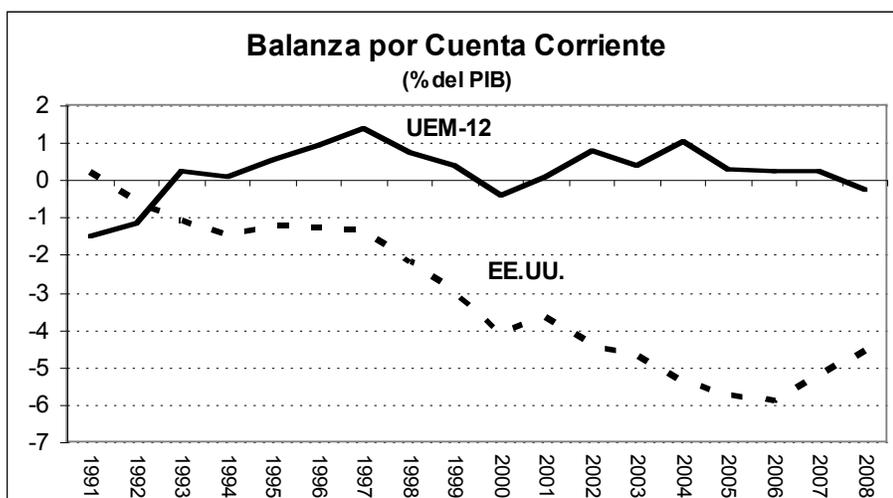
Tal y como hemos señalado, en el diseño de la UEM se contempló la posibilidad de que los países miembros del área registraran desequilibrios en cuenta corriente. No obstante, no se previó que el proceso de integración económica y monetaria fuera a originar un claro patrón de ajuste en los saldos de cuenta corriente de los países miembros y, por supuesto, tampoco se contempló que la aparición de desequilibrios en cuenta corriente pudiera llegar a constituir una fuente de inestabilidad para el conjunto de la UEM. Sin embargo, desde mediados de los noventa, cuando se fue avanzando en el proceso de convergencia nominal, los desequilibrios de cuenta corriente de los países de la UEM mostraron unas determinadas pautas de comportamiento. Los

aspectos más relevantes en la evolución de los saldos de cuenta corriente son los siguientes:<sup>3</sup>

1°. Hecho estilizado: A diferencia de lo ocurrido en la economía mundial, en la que uno de los rasgos principales de los últimos años ha sido la presencia de importantes “desequilibrios globales en cuenta corriente”, y, en particular, el elevado y preocupante déficit de EU, la cuenta corriente del conjunto de la Zona Euro se ha caracterizado por registrar un saldo muy próximo al equilibrio. De hecho, tal y como se puede comprobar en el Gráfico 1, a lo largo de toda la década de los noventa y posteriormente tras el inicio de la UEM en 1999, el saldo de cuenta corriente del conjunto del Área Euro ha registrado normalmente pequeños superávits o muy ocasionalmente ligeros déficits, y de cuantías en el entorno del 1% del PIB, contribuyendo en una pequeña medida a financiar los déficits registrados en otras partes del mundo.

2°. Hecho estilizado: El equilibrio en el saldo de cuenta corriente del conjunto de la Zona Euro es el resultado de un comportamiento muy heterogéneo en las cuentas corrientes de los países que la integran (Gráfico 2). Tal y como planteó la propia Comisión Europea (2006), en el período de vigencia de la UEM podemos

Gráfico 1

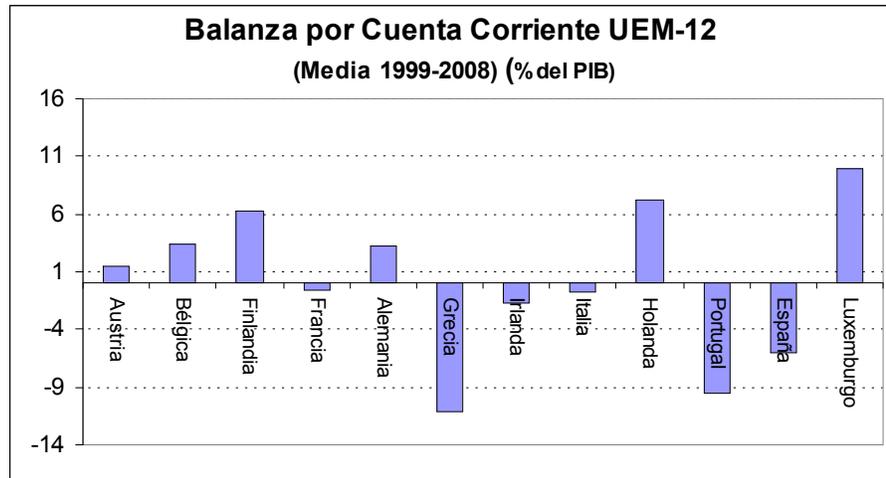


Fuente: AMECO

<sup>3</sup> Aunque en el momento presente son 16 los países integrantes de la UEM, en el análisis del comportamiento de los desequilibrios en cuenta corriente nos centraremos en la UEM-12.

distinguir, en cuanto al comportamiento de la cuenta corriente, tres grupos de países: con muy elevados déficits (Portugal, España y Grecia), países con elevados superávits (Luxemburgo, Holanda, Alemania y Finlandia) y países con una situación intermedia (Italia, Francia, Irlanda y Bélgica).

Gráfico 2



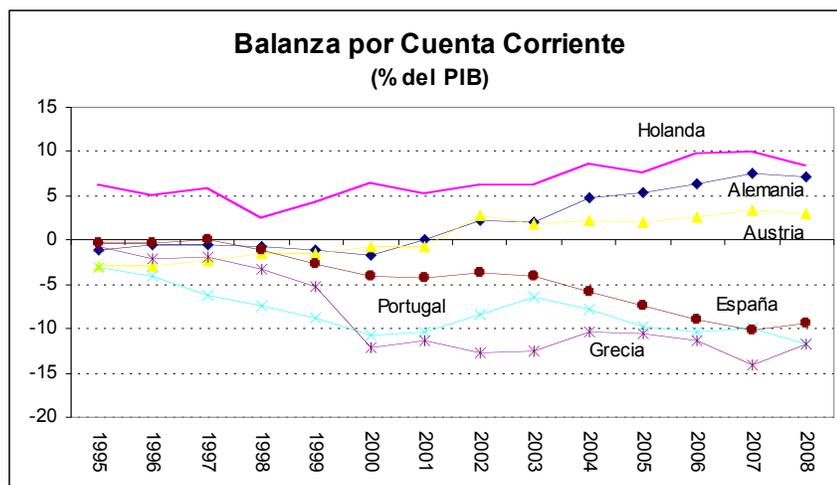
Fuente: Elaboración propia a partir de AMECO

3°. Hecho estilizado: Durante el período de vigencia de la UEM, y en los años previos de intensa convergencia nominal, la práctica totalidad de los países miembros de la UEM han experimentado importantes cambios en sus saldos de cuenta corriente (Cuadro 1). Observándose dos claros patrones de ajuste, por un lado, países que han visto como su cuenta corriente se deterioraba de forma acusada y, por otro lado, países que han experimentado sensibles mejoras en su saldo exterior.

Dentro de los países que han experimentado deterioro en su cuenta corriente se encuentran los tres que en la actualidad registran mayores déficits, es decir, Portugal, Grecia y España. Portugal inició su deterioro en la cuenta corriente en los años previos a la implantación del euro, a medida que se iban produciendo avances en el proceso de convergencia nominal y las expectativas de incorporación a la UEM se iban consolidando. Por su parte, la

ampliación del déficit de cuenta corriente se produjo en Grecia tras el inicio de la UEM, mientras que en España se ha producido a partir de 2003 (Gráfico 3) <sup>4</sup>.

Gráfico 3



Fuente: AMECO

No sólo Portugal, Grecia y España han experimentado importante deterioro en su cuenta corriente. Irlanda, Francia, Bélgica e Italia, que registraban superávits antes del inicio de la UEM, han pasado a registrar déficits, y tanto en el caso de Francia como, en especial, de Irlanda son de una cuantía elevada.

Por otro lado, Alemania, Holanda y Austria han registrado considerables mejoras en su saldo de cuenta corriente en los años de vigencia de la UEM. Alemania, tras registrar un pequeño déficit de cuenta corriente a lo largo de toda la década de los noventa, como consecuencia del proceso de reunificación, retornó a su tradicional superávit en cuenta corriente en 2001, hasta superar el 7% del PIB en 2008. Por su parte, Holanda que registraba un superávit en torno al 3% del PIB en 1998, en la actualidad se sitúa por encima del 8%; asimismo, es destacable la mejora

<sup>4</sup> Tal y como se indica en la nota del Cuadro 1, parte del incremento en el déficit por cuenta corriente que se produjo en Grecia a partir de 1999 se debe a cambios metodológicos.

experimentada por el saldo exterior de Austria, que en el mismo período ha pasado de un déficit del 2,5% del PIB hasta un superávit superior al 3%. Por su parte, Finlandia aunque ha registrado un ligero deterioro en su saldo en cuenta corriente durante el período de vigencia de la UEM, su superávit medio desde 1999 se aproxima al 6% del PIB.

4°. Hecho estilizado: La dispersión en el comportamiento de los saldos de cuenta corriente de los Países Miembros de la Zona Euro aumentó en los años previos al inicio de la UEM y, de forma acusada, a partir de la efectiva implantación del euro. Esta tendencia, como se puede comprobar (Gráfico 4) y como ya destacaron Blanchard y Giavazzi (2002), no ha sido específica de los países de la Zona Euro, sino que también la han experimentado el conjunto de los países desarrollados.

### Cuadro 1

Balanza de Cuenta Corriente UEM-12  
(% del PIB)

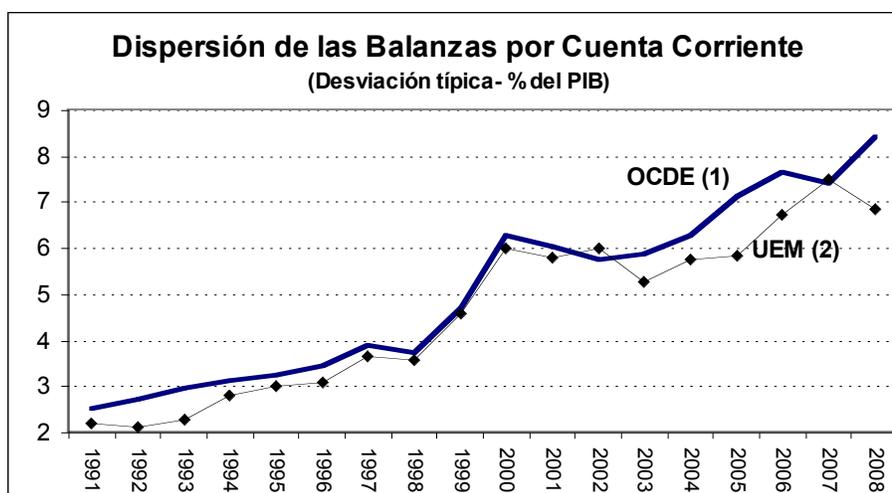
|              | Media     |           |           |      |      |       | Variación |           |
|--------------|-----------|-----------|-----------|------|------|-------|-----------|-----------|
|              | 1991-1995 | 1996-1998 | 1999-2008 | 1995 | 1998 | 2008  | 2008-1995 | 2008-1998 |
| Austria      | -1,7      | -2,2      | 1,5       | -2,9 | -1,5 | 3,1   | 6,0       | 4,6       |
| Bélgica      | 3,9       | 5,2       | 3,4       | 5,3  | 5,1  | -0,7  | -6,0      | -5,8      |
| Finlandia    | -1,2      | 5,1       | 6,3       | 4,2  | 5,7  | 4,2   | 0,0       | -1,5      |
| Francia      | 0,0       | 2,0       | -0,5      | 0,5  | 2,3  | -3,8  | -4,3      | -6,1      |
| Alemania     | -1,2      | -0,6      | 3,2       | -1,2 | -0,7 | 7,1   | 8,3       | 7,8       |
| Grecia (1)   | -0,5      | -2,4      | -11,2     | -0,8 | -3,2 | -11,7 | -10,9     | -8,5      |
| Irlanda      | 1,8       | 2,4       | -1,8      | 2,8  | 0,9  | -5,7  | -8,5      | -6,6      |
| Italia       | 0,0       | 2,6       | -0,8      | 2,1  | 1,9  | -2,2  | -4,3      | -4,1      |
| Holanda      | 4,2       | 4,4       | 7,2       | 6,2  | 2,5  | 8,4   | 2,2       | 5,9       |
| Portugal (1) | -2,6      | -5,9      | -9,5      | -3,0 | -7,3 | -11,8 | -8,8      | -4,5      |
| España       | -2,0      | -0,4      | -6,1      | -0,2 | -1,1 | -9,4  | -9,2      | -8,3      |
| Luxemburg    | 11,7      | 10,3      | 10,0      | 12,1 | 9,2  | 8,0   | -4,1      | -1,2      |
| UEM 12       | -0,3      | 1,0       | 0,3       | 0,6  | 0,8  | -0,4  | -1,0      | -1,2      |

(1). Ruptura entre 1998 y 1999 para Grecia y entre 1995 y 1996 para Portugal, reflejando cambios en la metodología del FMI en su Quinto Manual de Balanza de Pagos ( las transferencias de capital de la Unión Europea son excluidas de la cuenta corriente)  
Fuente: Elaboración propia a partir de AMECO

El aumento en la dispersión en los saldos en cuenta corriente no es algo nuevo en términos históricos, ya que en los años setenta y ochenta también se produjeron períodos de elevada heterogeneidad

en el comportamiento de los saldos de cuenta corriente en los países desarrollados, fundamentalmente como consecuencia de la diferente incidencia de los shocks petroleros. No obstante, la intensidad y, en especial, la duración de los desequilibrios en cuenta corriente registrada en los últimos años no tiene precedentes históricos.

Gráfico 4



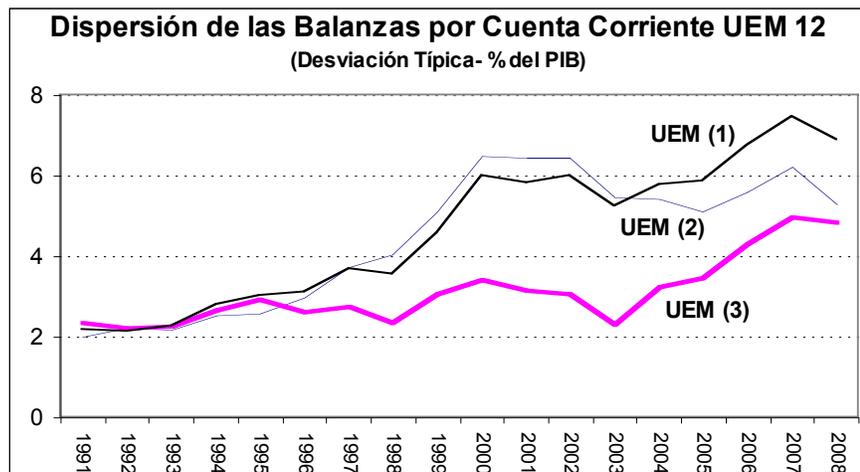
(1) OCDE excluidos República Checa, Hungría, Islandia, Corea, Luxemburgo, Méjico, Polonia, Eslovenia y Turquía.

(2) UEM-12 excluida Luxemburgo.

Fuente: Elaboración propia a partir de AMECO

5°. Hecho estilizado: El aumento en la dispersión en los saldos de cuenta corriente de los Países Miembros de la UEM se ha debido tanto al incremento experimentado por los déficits de Portugal, Grecia y España, como al aumento en los superávits de Alemania, Holanda y Austria. Sin embargo, tal y como se puede observar en el Gráfico 5, el principal responsable del aumento de la dispersión ha sido la ampliación del déficit de los países más deficitarios. Así, si excluimos de la muestra a Portugal, Grecia y España, durante todo el período de vigencia de la EMU la dispersión es notablemente menor.

Gráfico 5



UEM (1): UEM-12 excluido Luxemburgo.

UEM (2): UEM-12 excluido Luxemburgo, Alemania, Holanda y Austria.

UEM (3): UEM-12 excluido Luxemburgo, Grecia, España y Portugal.

Fuente: Elaboración propia a partir de AMECO

6°. Hecho estilizado: El tamaño alcanzado por los déficits de cuenta corriente de Portugal, Grecia y España es muy elevado sea cual sea el criterio seguido. Mientras que tradicionalmente se había venido considerando el 5% del PIB, como el umbral máximo de déficit de cuenta corriente a partir del cual es probable que se desencadene un proceso de corrección del desequilibrio exterior (Freund, 2000), los déficits de Portugal, Grecia y España se sitúan en torno o por encima del 10% del PIB<sup>5</sup>.

En el Cuadro 2 se comprueba como durante los diez años de vigencia de la UEM, Portugal y Grecia han registrado déficits de cuenta corriente superiores al 5% del PIB en todos los años y España en los últimos cinco años. Déficits de esa cuantía prácticamente no tienen precedentes históricos, si excluimos países tradicionalmente deficitarios y con circunstancias muy particulares como Australia y Nueva Zelanda y, dentro de los países de la Zona Euro, tan sólo

<sup>5</sup> Aunque ni los estudios empíricos ni la propia experiencia histórica han confirmado que un déficit por cuenta corriente superior al 5% del PIB necesariamente vaya a conducir a una crisis de balanza de pagos, sí ha existido un cierto consenso en que un déficit por cuenta corriente no es sostenible si excede el 5% del PIB durante un periodo de tres o cuatro años, especialmente si está financiado con capital a corto plazo. Vease (Freund, 2000). Bien es cierto que, como señalan Campa y Gavilán (2006), no está claro que esta evidencia empírica previa sea directamente aplicable a los países miembros de la UEM.

Irlanda a principios de la década de los ochenta y Portugal en los años setenta.<sup>6</sup>

7°. Hecho estilizado: No sólo es destacable el tamaño alcanzado por los déficits de cuenta corriente registrados por Portugal, Grecia y España, sino que también hay que resaltar su persistencia. Si analizamos lo acaecido con las cuentas exteriores de los principales países desarrollados desde principios de los ochenta comprobamos cómo la cuantía y persistencia del déficit exterior de Portugal y Grecia desde el inicio de la UEM no tienen precedentes históricos. Portugal desde 1997 y Grecia desde 1999 vienen registrando déficits de cuenta corriente superiores al 5% del PIB, mientras que tan solo Irlanda, a principios de los ochenta, mantuvo un déficit de cuenta corriente superior al 5% del PIB durante un período de cinco años<sup>7</sup>. El resto de países desarrollados que han registrado déficits elevados lo han hecho normalmente por períodos de uno, dos o como máximo tres años, tras los cuales se registraba una corrección de su desequilibrio exterior (Cuadro 3).

Cuadro 2

## ELEVADOS DÉFICITS DE CUENTA CORRIENTE

|            | Déficit de Cuenta Corriente > 5% del PIB<br>(número de años con un déficit superior) |           |           | Déficit de Cuenta Corriente > 8% del PIB<br>(número de años con un déficit superior) |           |           |
|------------|--|-----------|-----------|--|-----------|-----------|
|            | 1980-1989  | 1990-1998 | 1999-2007 | 1980-1989  | 1990-1998 | 1999-2007 |
| Australia  | 3  | 2         | 6         | 0  | 0         | 0         |
| Austria    | 0  | 0         | 0         | 0  | 0         | 0         |
| Bélgica    | 0  | 0         | 0         | 0  | 0         | 0         |
| Canadá     | 0  | 0         | 0         | 0  | 0         | 0         |
| Dinamarca  | 1  | 0         | 0         | 0  | 0         | 0         |
| Finlandia  | 1  | 2         | 0         | 0  | 0         | 0         |
| Francia    | 0  | 0         | 0         | 0  | 0         | 0         |
| Alemania   | 0  | 0         | 0         | 0  | 0         | 0         |
| Grecia (1) | 3  | 0         | 8         | 0  | 0         | 2         |
| Irlanda    | 5  | 0         | 0         | 3  | 0         | 0         |

<sup>6</sup> Aunque el análisis que estamos realizando se limita a la UEM 12, merece la pena destacar que los cuatro últimos países incorporados a la UEM, Eslovenia, Malta, Eslovaquia y Chipre, también registran elevados déficits por cuenta corriente. Especialmente destacable es el caso de Chipre cuyo saldo exterior ha experimentado un fuerte deterioro hasta situarse su déficit en 2008 en el 13,4% del PIB.

<sup>7</sup> No obstante, el desequilibrio exterior de Irlanda en los años ochenta no es fácilmente comparable con el actual de Portugal, Grecia y España, como consecuencia de su especial posición para atraer inversión extranjera directa, especialmente de empresas multinacionales norteamericanas.

|                |   |   |   |   |   |   |
|----------------|---|---|---|---|---|---|
| Italia         | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Japón          | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Holanda        | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Nueva Zelanda  | 5 | 2 | 6 | 3 | 0 | 2 |
| Noruega        | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Portugal (1)   | 3 | 2 | 9 | 2 | 0 | 7 |
| España         | 0 | 0 | 4 | 0 | 0 | 2 |
| Suecia         | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Suiza          | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Reino Unido    | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Estados Unidos | 0 | 0 | 4 | 0 | 0 | 0 |

(1). Ruptura entre 1998 y 1999 para Grecia y entre 1995 y 1996 para Portugal, reflejando cambios en la metodología del FM en su Quinto Manual de Balanza de Pagos ( las transferencias de capital de la Unión Europea son excluidas de la cuenta corriente). Fuente: Elaboración propia a partir de AMECO

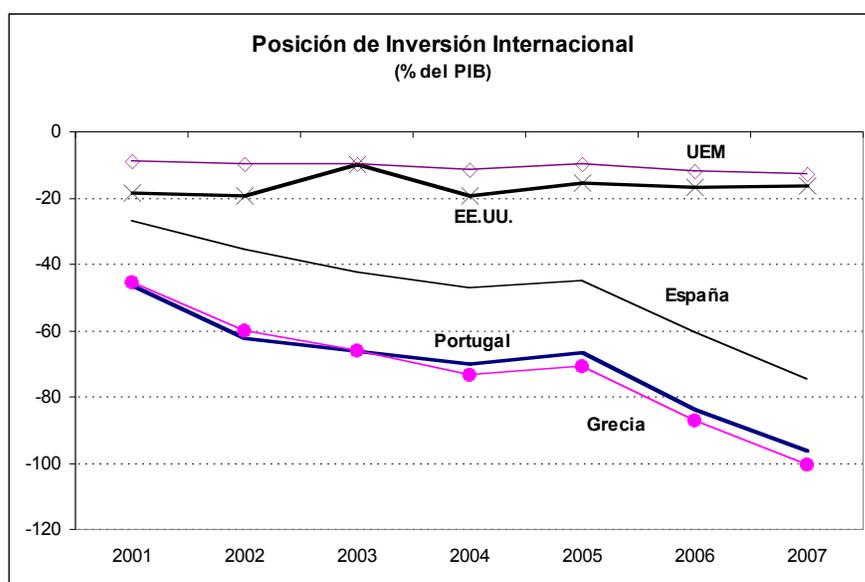
**Cuadro 3**  
ELEVADOS DÉFICITS DE CUENTA CORRIENTE (1980-2008)  
( > 5% del PIB)

|                |  |
|----------------|--|
| Australia      | (1985-1986) (1989-1990) (1995) (1999) (2003-2008)    |
| Austria        |  |
| Bélgica        |  |
| Canadá         |  |
| Dinamarca      | (1986)   |
| Finlandia      | (1989-1991)  |
| Francia        |  |
| Alemania       |  |
| Grecia         | (1981) (1984-1985) (1999-2008)                       |
| Irlanda        | (1980-1984) (2007-2008)                              |
| Italia         |  |
| Japón          |  |
| Holanda        |  |
| Nueva Zelanda  | (1982)(1984-1987)(1996-1997) (1999-2000) (2004-2008) |
| Noruega        |  |
| Portugal       | (1981-1983) (1997-2008)                              |
| España         | (2004-2008)  |
| Suecia         |  |
| Suiza          |  |
| Reino Unido    | (1989)   |
| Estados Unidos | (2004-2007)  |

Fuente: Elaboración propia a partir de AMECO y OCDE

8°. Hecho estilizado: Desde la adopción del euro en 1999 el conjunto de la Zona Euro ha mantenido un saldo neto deudor en su Posición de Inversión Internacional (PII) relativamente moderado (12,7% del PIB en 2007), aunque nuevamente es el resultado de una creciente dispersión de la PII de los países miembros. Especial relevancia merece el rápido deterioro que han experimentado la PII deudora neta de Grecia, Portugal y España,<sup>8</sup> que en 2007 ya se situaban en el 100,6%, 96,5% y 75,0% del PIB (Gráfico 6), respectivamente, muy por encima del nivel alcanzado por otro país fuertemente endeudado como US, que en 2007 registraba un saldo neto deudor inferior al 20% del PIB.

Gráfico 6



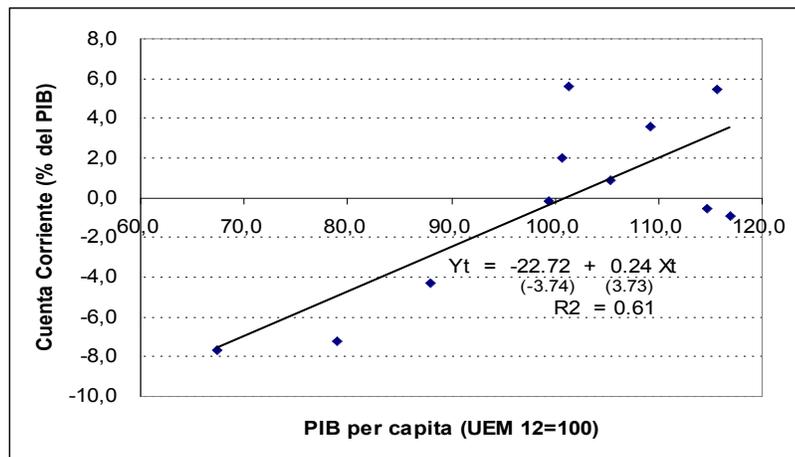
Fuente: Elaboración propia a partir de FMI y BCE

9°. Hecho estilizado: El comportamiento de los saldos de cuenta corriente que se ha producido en los países miembros de la UEM desde mediados de la pasada década no ha sido casual, sino que, en general, han sido los países más ricos los que han experimentado mayores superávits en cuenta corriente, mientras que los países

<sup>8</sup> Tal y como señalan Langedijk y Roeger (2007), el deterioro en la PII registrado por Portugal, Grecia y España no se observa en el resto de países de la OCDE, ni se ha observado desde el punto de vista histórico.

más pobres han registrado elevados déficits de cuenta corriente. El Gráfico 7 presenta un diagrama de dispersión en el que en el eje de abscisas aparece el PIB per cápita medio del período 1995-2008 para cada uno de los Países Miembros de la Zona Euro, y en el eje de ordenadas el saldo medio de la cuenta corriente de cada país en el período citado, asimismo se incluye la línea de regresión asociada al conjunto de puntos.<sup>9</sup> A pesar de la sencillez del análisis, tal y como ya inicialmente plantearon Blanchard y Giavazzi (2002), existe una correlación positiva entre cuenta corriente y PIB per cápita en los países de la Zona Euro.<sup>10</sup>

Gráfico 7  
Cuenta Corriente y PIB per cápita en UEM 12  
Media 1995-2008



Fuente: Elaboración propia a partir de AMECO y OCDE

10°. Hecho estilizado: La correlación positiva entre el saldo de cuenta corriente y el nivel de PIB per cápita de los países de la UEM se ha incrementando de forma sustancial desde mediados de los noventa.<sup>11</sup> Tal y como se puede observar (Gráfico 8), en 1995 apenas existía correlación entre el saldo de cuenta corriente y su

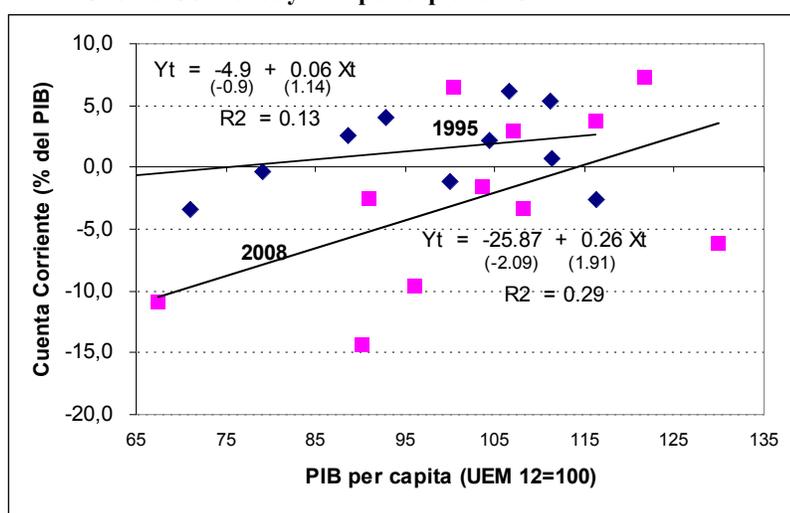
<sup>9</sup> Se ha excluido Luxemburgo

<sup>10</sup> Esta correlación se debilita sensiblemente cuando se considera el conjunto de los países de la OCDE.

<sup>11</sup> Blanchard y Giavazzi (2002) analizaron la relación entre el saldo por cuenta corriente y PIB per cápita en los períodos 1985-1994 y 1995-2001, para la OCDE en su conjunto, para la Unión Europea y para la Zona Euro, constatando que en todas ellas aumentó la correlación positiva entre ambas variables, pero en especial dentro del Área Euro.

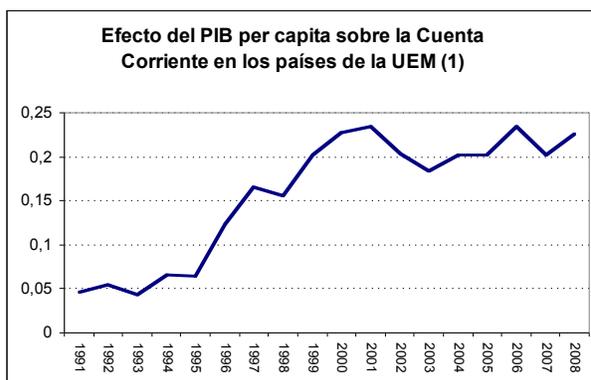
nivel de PIB per cápita de los países de la Zona Euro (Alesina et al., 2001). Sin embargo, en la actualidad esa correlación se ha hecho significativamente positiva.<sup>12</sup> El aumento de la correlación entre el saldo de cuenta corriente y PIB per cápita se ha producido fundamentalmente en los años de rápida convergencia nominal previos al inicio de la UEM y en los primeros años de ésta (Gráfico 9).

Gráfico 8  
Cuenta Corriente y PIB per capita en UEM 12



Fuente: Elaboración propia a partir de AMECO y OCDE

Gráfico 9



(1) Coeficiente estimado  $b_1$ :  $CA_t$  (% del PIB) =  $a_t + b_1 \text{ PIBp.c.} + e_t$

Fuente: Elaboración propia a partir de AMECO y OCDE

<sup>12</sup> Ahearne et al. (2007) analizan tanto las cuentas corrientes intra Zona Euro como extra Zona Euro, constatando que la introducción del euro ha cambiado significativamente los flujos comerciales dentro de la UEM y son éstos los que han hecho que la correlación entre cuenta corriente y renta per cápita aumenten de forma sustancial.

## **Desequilibrios de cuenta corriente en la integración del Área Euro**

Una vez analizado el patrón de ajuste de los saldos de cuenta corriente que se ha producido en los países miembros de la UEM desde mediados de la década de los noventa, resultado del cual es la aparición de déficits históricamente elevados y persistentes en los países más pobres, es necesario identificar sus determinantes y comprender su dinámica subyacente. Para ello, en primer lugar, haremos referencia al proceso de integración financiera registrado en el seno de la UEM, para posteriormente analizar la incidencia que éste ha tenido en el comportamiento de los desequilibrios externos.

La implantación del euro ha impulsado un intenso proceso de integración financiera entre los países de la UEM.<sup>13</sup> Tal y como había sido previsto, la sustitución de las múltiples monedas nacionales por una moneda común ha afectado a mercados financieros, instituciones financieras y al comportamiento de inversores y emisores. Y aunque todavía en el seno de la UEM no existen unos mercados financieros continentales plenamente integrados, el establecimiento del euro supuso la eliminación de una de las principales barreras para alcanzar la plena integración financiera.

El proceso de integración financiera no se ha producido al mismo ritmo en los distintos mercados financieros del área euro. Así, mientras los mercados interbancarios y de deuda pública se integraron muy rápidamente tras la introducción del euro; otros mercados como renta variable, repo, pagarés de empresa y,

---

<sup>13</sup> Tal y como destaca Lane (2008 a) no es sencillo establecer el impacto que la implantación del euro ha tenido sobre la integración financiera. Por un lado, porque la última década ha sido un período de creciente integración financiera internacional y, por lo tanto, el impacto del euro no puede ser analizado de forma aislada. Y, por otro lado, porque existen otros factores, como por ejemplo las mejoras en la tecnología de las telecomunicaciones, que también han impulsado la integración financiera internacional.

especialmente, los mercados crediticios se han integrado más lentamente y todavía de forma incompleta.<sup>14</sup> Pero en cualquier caso, el avance que se ha producido en la integración financiera ha sido impresionante (Cuadro 4). Y aunque el nivel es bastante heterogéneo en los distintos países del Área Euro, en todos ellos se ha producido un aumento en su grado de integración financiera. Esta creciente integración financiera del área euro no sólo ha afectado al funcionamiento de sus mercados financieros, sino que también ha tenido un importante impacto sobre la economía real.<sup>15</sup> A nivel agregado, si se acepta la existencia de una relación positiva entre desarrollo financiero y crecimiento económico, la mayor integración financiera de los países del área euro habría producido un aumento en el nivel de producción potencial.<sup>16</sup> Otro aspecto destacable es que la integración financiera al mejorar la diversificación internacional del riesgo, habría contribuido a reducir la volatilidad macroeconómica, en la medida que el consumo y la riqueza nacional se verían parcialmente aislados de perturbaciones que tengan su origen en la economía nacional. Y, por último, y de especial interés a la hora de entender el comportamiento que han registrado los desequilibrios en cuenta corriente en el seno de la UEM, la integración financiera ha alterado la dinámica de los movimientos internacionales de capital.

Cuadro 4

Integración Financiera Internacional  
(Activos y Pasivos Externos en % del PIB)

|           | 1997  |       | 2001  |       | 2007  |       |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|           | AE    | PE    | AE    | PE    | AE    | PE    |
| Austria   | 78,5  | 95,2  | 137,0 | 163,0 | 258,9 | 279,9 |
| Bélgica   | 241,6 | 211,6 | 331,8 | 281,6 | 488,2 | 453,6 |
| Finlandia | 56,7  | 97,0  | 128,2 | 209,1 | 210,9 | 238,8 |
| Francia   | 117,3 | 108,1 | 180,1 | 167,4 | 240,8 | 243,9 |

<sup>14</sup> Para una revisión del impacto de la implantación del euro sobre la integración de los distintos mercados financieros del Área Euro, véase Lane (2008 a), Japelli y Pagano (2008) y Papaioannou y Portes (2008)

<sup>15</sup> Véase Lane (2008 b) para un análisis del impacto de la integración financiera sobre la economía real.

<sup>16</sup> Existe una amplia literatura que muestra la relación existente entre desarrollo financiero y crecimiento económico. Para un análisis de esta literatura véase Levine (2005) y Japelli y Pagano (2008).

|            |        |        |        |        |         |         |
|------------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|
| Alemania   | 81,2   | 77,5   | 140,6  | 133,6  | 206,2   | 179,7   |
| Grecia     | 36,8   | 51,3   | 39,3   | 79,6   | 83,2    | 177,3   |
| Irlanda    | 313,8  | 299,7  | 724,0  | 734,3  | 1187,7  | 1194,4  |
| Italia     | 67,4   | 73,8   | 94,5   | 101,4  | 125,1   | 130,3   |
| Luxemburgo | 5118,4 | 5013,4 | 7705,9 | 7636,1 | 11446,7 | 11341,7 |
| Holanda    | 162,8  | 186,3  | 307,0  | 322,2  | 454,6   | 452,9   |
| Portugal   | 84,4   | 100,8  | 133,4  | 184,7  | 180,8   | 272,1   |
| España     | 55,4   | 71,6   | 99,8   | 127,1  | 128,5   | 207,3   |

Fuente: Actualización de "External Wealth of Nations database" elaborada por Lane y Milesi-Ferretti (2007)

Para entender cómo la creciente integración financiera en el seno de la UEM ha afectado a los flujos netos de capital y, en consecuencia, a los saldos de cuenta corriente de los países miembros utilizemos el marco teórico que nos proporciona los modelos intertemporales de balanza de pagos, según los cuales el saldo exterior es el resultado de las decisiones autónomas de gasto y financiación de los agentes residentes, las cuales dependen tanto de las expectativas de renta futura como del coste en términos reales de prestar o pedir prestado internacionalmente. Los países cuyos agentes tengan expectativas de rentas futuras elevadas pedirán prestado hoy con el objetivo de suavizar temporalmente su consumo, y, en consecuencia, presentarán déficits de cuenta corriente, mientras que en los países en los que se prevean menores rentas futuras prestarán hoy y, por tanto, registrarán superávits de cuenta corriente. Igualmente aquellos países que experimenten reducciones en el coste de pedir prestado, o lo que es lo mismo, en el precio relativo del consumo futuro frente al consumo presente, aumentarán hoy su consumo y experimentarán deterioros en su saldo de cuenta corriente.

El aumento en el grado de integración económica y financiera en los países comunitarios desde inicios de la década de los noventa afectó las decisiones de gasto de los agentes económicos, ya que incidió en sus determinantes fundamentales, a través de dos vías:

- Se produjo una significativa mejora en las condiciones de acceso a la financiación externa (Fagan y Gaspar, 2007). Por un lado, el coste de pedir prestado al exterior se redujo como consecuencia de la

eliminación del riesgo de tipo de cambio derivado de la creación de la unión monetaria. Pero no sólo se produjo un descenso del coste de la financiación externa, sino que, como consecuencia del proceso de integración y liberalización financiera que acompañó a la creación de la unión monetaria, se dispuso de mercados financieros mucho más amplios y profundos y, por tanto, el volumen de financiación externa disponible fue mucho mayor del existente en el pasado.<sup>17</sup>

- Se generaron perspectivas de mejoras en la evolución futura de la productividad y, en consecuencia, de la renta. La integración económica y monetaria se consideró mejoraría la productividad de los factores, con las consiguientes perspectivas de mejora de la renta futura. La eliminación del riesgo cambiario facilitaría la asignación del capital a sus usos más productivos, lo que aceleraría el proceso de convergencia real al facilitar las inversiones especialmente en aquellos países que en el pasado se veían más afectados por crisis cambiarias.

La incidencia de esta mayor facilidad de acceso a la financiación externa y de las mejores perspectivas de crecimiento de la renta futura no fue homogénea para todos los países que se integraron en la UEM, sino que fueron aquellos países que tenían mayores necesidades en términos de convergencia nominal, con mercados financieros menos liberalizados y con menos innovaciones y con estructuras productivas más ineficientes, los que más se habrían visto afectados por los efectos derivados de la introducción de la moneda única. En definitiva, la creciente integración financiera que se produjo como consecuencia de la implantación constituyó en sí misma un shock asimétrico, siendo los países convergentes (Portugal, Grecia y España), los que se vieron más afectados como consecuencia de mayores descensos en los tipos de interés reales (Cuadro 5), de las mayores facilidades de acceso a la financiación externa y por las mejoras en las perspectivas de productividad,<sup>18</sup> trayendo consigo un fuerte aumento en el gasto y caída en el ahorro, con el consiguiente aumento en los déficits de cuenta corriente.

<sup>17</sup> Lane (2006) destaca que la creación de unos mercados financieros más líquidos y profundos constituye una de las ganancias macroeconómicas fundamentales de la creación de la UEM.

<sup>18</sup> Fagan y Gaspar (2007) modelizan como la creación de la UEM trajo consigo un aumento de los déficits por cuenta corriente de aquellos países miembros que pudieron tener expectativas de un rápido crecimiento y que históricamente se habían enfrentado a restricciones crediticias.

## Cuadro 5

## Tipos de Interés Real

|           | Corto Plazo   |           |           | Largo Plazo   |           |           |
|-----------|---------------|-----------|-----------|---------------|-----------|-----------|
|           | Media Período |           |           | Media Período |           |           |
|           | 1990-1998     | 1999-2008 | Variación | 1990-1998     | 1999-2008 | Variación |
| Austria   | 3,4           | 1,6       | 1,8       | 4,4           | 2,6       | 1,7       |
| Bélgica   | 4,3           | 1,0       | 3,3       | 5,4           | 2,1       | 3,4       |
| Finlandia | 4,8           | 1,5       | 3,2       | 6,0           | 2,4       | 3,6       |
| Francia   | 5,2           | 1,7       | 3,5       | 5,5           | 2,7       | 2,9       |
| Alemania  | 3,7           | 2,0       | 1,7       | 4,5           | 2,9       | 1,7       |
| Grecia    | 6,4           | 0,8       | 5,6       | 6,5           | 1,2       | 5,2       |
| Irlanda   | 5,2           | 0,1       | 5,1       | 5,0           | 1,3       | 3,7       |
| Italia    | 4,7           | 0,8       | 4,0       | 5,5           | 1,9       | 3,6       |
| Holanda   | 3,5           | 0,9       | 2,5       | 4,4           | 1,9       | 2,5       |
| Portugal  | 4,7           | 0,4       | 4,2       | 4,0           | 1,7       | 2,3       |
| España    | 4,8           | 0,1       | 4,7       | 4,9           | 1,2       | 3,8       |

Fuente: Elaboración propia a partir de AMECO y OCDE

Ahora bien, en la medida en que la divergencia en los saldos de cuenta corriente en los países miembros de la UEM registrada desde mediados de los noventa la interpretemos como consecuencia de las mejoras en el acceso a la financiación externa y de las expectativas de un mayor crecimiento de la productividad y de las rentas futuras, en principio, no debería constituir un problema objeto de interés para las autoridades económicas nacionales (ya que sería simplemente el resultado de adelantar a consumo presente un consumo futuro).<sup>19</sup> Por tanto, el aumento en la dispersión de los saldos exteriores podría ser contemplado como un efecto colateral derivado del proceso de ajuste ante un cambio estructural con efectos asimétricos, causado por la creación de la propia UEM. Y lo que es especialmente relevante, de carácter temporal, ya que a medida que se avanzase en el proceso de convergencia los déficits se irían reduciendo progresivamente.

<sup>19</sup> Es más, tal y como señalan Alesina et al. (2001), frenar el desequilibrio externo en aquellos países que se habían integrado en el Área Euro con un nivel de renta per cápita por debajo de la media, supondría cerrarle una fuente de financiación que fundamentalmente se dirigía a financiar la inversión, la cual facilitaría el pago futuro de los intereses de la deuda externa.

### **Riesgos derivados de la creciente integración financiera**

El hecho de que el aumento en la integración financiera impulsado por la creación de la UEM haya supuesto un cambio estructural que ha incidido en el comportamiento del ahorro y la inversión nacional y, por tanto, en el saldo de cuenta corriente de los países que la integran, y, en especial, de los países convergentes, no puede ponerse en duda y así lo avala la evidencia empírica<sup>20</sup>. Ahora bien, lo que sí resulta claramente cuestionable es que el tamaño y la persistencia de estos desequilibrios en cuenta corriente puedan considerarse óptimos.

En un mundo walrasiano donde las expectativas de los agentes económicos son perfectas y donde no existen fricciones ni imperfecciones en el funcionamiento de los mercados financieros y reales, la evolución del saldo de la balanza de cuenta corriente y del endeudamiento exterior serían las óptimas. Sin embargo, este no es el mundo en que vivimos. Por el contrario, tal y como señala Lane (2008 a), en presencia de distorsiones en el funcionamiento de los mercados, la existencia de una oferta de capital externo mucho más elástica, puede conducir a una situación de sobreendeudamiento. Los gobiernos pueden verse tentados a aumentar su deuda con el fin de incrementar el gasto público o reducir los impuestos.<sup>21</sup> Los bancos y otras instituciones financieras, si no están sujetos a una regulación y supervisión adecuada, en la medida en que tienen acceso a una mayor financiación procedente de unos mercados financieros globales, pueden estar incentivados a una política crediticia excesiva, tanto en su volumen como en el riesgo. Las empresas no financieras, si no existe el marco adecuado de gestión corporativa, podrían incurrir en una inversión excesiva o en adquisiciones excesiva-

---

<sup>20</sup> La Comisión Europea, a partir de un análisis de datos de panel sobre los determinantes de la cuenta corriente en los países de la OCDE, muestra la existencia de una ruptura estructural en los países de la UEM en la relación entre la cuenta corriente y sus determinantes, a partir de la introducción del euro (Comisión Europea, 2007).

<sup>21</sup> No obstante, las restricciones a la política fiscal que se establecen en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento limitarían esta tendencia.

mente arriesgadas de otras empresas. Por último, los hogares también pueden verse tentados a incurrir en un excesivo consumo, que se traduzca en un creciente endeudamiento.

Resulta bastante probable que, con la creación de la UEM, bien sea por la presencia de distorsiones en el funcionamiento de los mercados o por la existencia de unas expectativas excesivamente optimistas sobre la evolución de la renta futura,<sup>22</sup> se haya producido este tipo de sobre-reacción en el ajuste de las decisiones de los agentes económicos ante el nuevo escenario, lo que habría hecho que los países convergentes de la UEM incurran en déficits de cuenta corriente de un tamaño y permanencia insostenibles.<sup>23</sup>

Otro factor a destacar y que resulta imprescindible para entender el patrón de comportamiento que han seguido los desequilibrios en cuenta corriente en el seno de la UEM es la alteración del papel que los mercados financieros juegan como elemento disciplinante de las políticas económicas nacionales. Antes de la implantación del euro, los mercados financieros constituían un mecanismo disciplinante de las autoridades económicas nacionales, de tal forma que éstas veían limitada su capacidad para adoptar políticas económicas insostenibles. En concreto, la presencia de elevados y persistentes déficits de cuenta corriente se veía penalizada a través del aumento de la prima de riesgo y de salidas de capital, lo que obligaba a las autoridades económicas a variar sustancialmente sus estrategias de política económica. Un buen ejemplo de ello lo constituye la economía española en la que, cuando el desequilibrio exterior superaba o se situaba en el entorno del 3% del PIB, el sector exterior actuaba como una restricción al crecimiento económico doméstico, al registrarse dificultades para la obtención

---

<sup>22</sup> Blanchard (2006 a, 2006 b) y Fagan y Gaspar (2005) consideran a Portugal un claro ejemplo de unas expectativas excesivamente optimistas en cuanto a la evolución de la renta futura. No obstante, un comportamiento similar también puede haberse producido en otros países convergentes.

<sup>23</sup> Campa y Gavilán (2006), a partir de la estimación econométrica de modelos intertemporales, llegan a la conclusión de que la mejora en las expectativas de crecimiento futuras motivadas por la creación de la UEM no justifica el aumento de los déficits por cuenta corriente experimentados por los países convergentes.

de financiación externa que al final obligaban a llevar a cabo devaluaciones y/o programas de ajuste (Paúl, 2006).<sup>24</sup>

Sin embargo, los países con déficits de cuenta corriente de la UEM obtienen la financiación externa en su propia moneda y en unos mercados financieros mucho más amplios que los mercados nacionales, esto hizo que aumentara considerablemente el umbral de desequilibrio exterior que los mercados financieros consideraban sostenible.<sup>25</sup>

La consideración de un déficit de cuenta corriente como sostenible o insostenible depende de la voluntad de los mercados financieros para financiarlo. Y la creación de la UEM redujo notablemente la probabilidad de que los mercados financieros juzguen como insostenible un desequilibrio exterior y, por tanto, de que se produzca una crisis de balanza de pagos y ésta fuerce a un gobierno de un estado miembro a modificar su política económica.<sup>26</sup> No obstante, esto que en principio podríamos evaluarlo de forma positiva, constituye un importante factor de riesgo ya que aumenta notablemente la responsabilidad de las autoridades económicas:

- 1.- Se requiere que las autoridades económicas nacionales lleven a cabo una evaluación temprana respecto a la naturaleza del desequilibrio exterior, tengan la capacidad de discernir si un déficit de cuenta corriente elevado y persistente es sostenible y si se puede conseguir su reabsorción de manera gradual y suave, sin que se produzca una detención brusca del crecimiento económico. No obstante, ésta no es una tarea sencilla, ya que existe una incertidumbre considerable sobre

---

<sup>24</sup> En 1992, por ejemplo, con un déficit por cuenta corriente del 3%, las presiones sufridas por la peseta en el seno del mecanismo de cambios del Sistema Monetario Europeo obligaron a las autoridades monetarias españolas a realizar dos devaluaciones de la peseta del 5% y 6%, respectivamente.

<sup>25</sup> El hecho de que, antes de que se iniciara la crisis financiera internacional, Portugal, Grecia y España no tuvieran problemas para la financiación de sus elevados y persistentes déficits por cuenta corriente, constataría como el umbral máximo que los mercados financieros consideraban sostenible había aumentado en los países miembros de la UEM.

<sup>26</sup> En contra de este planteamiento, Edwards (2006) ofrece evidencia empírica de que la pertenencia a una unión monetaria no reduce la probabilidad de que se registre una crisis de balanza de pagos. No obstante, como resaltan Campa y Gavilán (2006) no está claro que esta conclusión sea realmente aplicable a los países de la UEM.

cómo operan los mecanismos de ajuste y el patrón de reabsorción de los desequilibrios externos en una unión monetaria.

2.- Una vez constatada la existencia de un déficit de cuenta corriente que puede conducir a un ajuste económico probablemente prolongado y doloroso, las autoridades deberán establecer el calendario de medidas correctoras. Esta definición de un calendario adecuado de medidas correctoras va a representar un nuevo desafío para las autoridades económicas nacionales, ya que la reducción del riesgo potencial de crisis de balanza de pagos reduce el incentivo de las autoridades económicas a adoptar con celeridad medidas correctoras del desequilibrio exterior, especialmente si el déficit de cuenta corriente se registra en una fase de expansión económica (Catte, 1998).

Por tanto, las autoridades económicas de los países deficitarios de la UEM, ante el debilitamiento del mecanismo disciplinante, se vieron tentadas a retrasar la adopción de medidas correctoras, lo que llevó a incurrir en crecientes déficits y endeudamiento externo y, hasta el inicio de la crisis financiera internacional, sin que se produjeran problemas de financiación ni penalizaciones del mercado, en términos de rentabilidades exigidas a los activos financieros emitidos por estos países.

### **Efectos de la crisis financiera en la financiación exterior de países convergentes de la UEM**

Tal y como acabamos de señalar, hasta que se inició la crisis financiera internacional en agosto de 2007, los países convergentes de la UEM (Grecia, Portugal y España) no habían registrado problemas para la financiación de sus elevados y persistentes déficits de cuenta corriente. De hecho, el diferencial de rentabilidad entre la deuda pública a largo plazo de estos países y la alemana se encontraba en mínimos históricos y la financiación externa captada por los prestatarios nacionales era más que suficiente para cubrir las necesidades de financiación sin tener que recurrir al banco central.

Los elevados y persistentes déficits de cuenta corriente seguían siendo objeto de una interpretación benevolente, tanto por parte de

las autoridades económicas como por parte de los mercados financieros, considerándolos en gran medida como una consecuencia lógica del propio proceso de “catching-up” y de la profunda integración financiera que se había producido en la UEM. Por tanto, la presencia de elevados déficits de cuenta corriente no era motivo suficiente para poner en duda la solvencia de los prestatarios y el atractivo de los activos financieros de un país.

Sin embargo, el entorno cambió de forma radical cuando se produjo el “credit crunch” y posteriormente éste se transformó en una crisis financiera de dimensión global. El crédito externo que hasta ese momento se había caracterizado por su abundancia a nivel mundial y, en especial, dentro de la UEM, se restringió de forma brusca, lo cual hizo que los países con mayores niveles de déficit de cuenta corriente se vieran especialmente afectados, dada su mayor vulnerabilidad como consecuencia de su dependencia del ahorro externo.

Las prolongadas tensiones en los mercados financieros internacionales tras el inicio del “credit-crunch” y, en especial, tras septiembre de 2008 y la caída de Lehman-Brothers, han dificultado la captación de recursos en el exterior, así como el coste de captación de estos recursos. Y si bien este hecho está afectando de forma generalizada a todos los países, las economías especialmente afectadas son aquellas que tienen elevados déficits externos. Si analizamos la cuenta financiera de los países de la UEM con mayores déficits de cuenta corriente se comprueba que la inversión extranjera directa no ha sido la vía de financiación externa, sino que han sido la inversión en cartera, a través de títulos de deuda, y los préstamos bancarios las principales fuentes de financiación (Cuadro 6). Y lo que es especialmente relevante a la hora de entender los problemas de financiación actuales derivados de la crisis financiera internacional, una parte fundamental de las

entradas netas de capital extranjero era captada en el exterior por el sistema bancario nacional de los países con elevados déficits de cuenta corriente (Comisión Europea, 2006, p.29).

Cuadro 6

Cuenta Financiera 1999-2006 (% del PIB, Media Período)

|          | Inversiones Directas | Inversiones de Cartera | Otras Inversiones |
|----------|----------------------|------------------------|-------------------|
| Grecia   | 0,0                  | 7,0                    | -1,4              |
| España   | -2,0                 | 1,3                    | -3,2              |
| Portugal | -0,3                 | 0,7                    | 6,9               |

Fuente: Elaboración propia propios a partir de FMI

La cuenta financiera de España y Portugal, puede dar una idea aproximada de en qué medida la crisis financiera internacional ha alterado las condiciones de financiación de los déficits exteriores de los países convergentes de la UEM (Cuadro 7).<sup>27</sup> En 2006, antes de que se iniciara la crisis financiera internacional, la financiación captada en el exterior por España y Portugal no sólo era suficiente para cubrir las necesidades de financiación, sino que permitía un incremento de la posición de inversión internacional de sus bancos centrales. Sin embargo, esto ha cambiado de forma dramática tras la crisis financiera internacional. Así, en el pasado año, tanto España como Portugal se vieron obligados a cubrir una parte muy significativa de sus necesidades de financiación exterior a través de sus respectivos bancos centrales.

Pero la crisis financiera internacional no sólo ha afectado a la disponibilidad de financiación exterior, sino que también ha alterado notablemente el precio que se ha de abonar por ella. Antes de que se iniciara la crisis financiera internacional los inversores internacionales no establecían prácticamente ninguna discriminación entre activos financieros según el país emisor. Y así, a comienzos de 2007 el diferencial de rentabilidad (spread) frente al bono alemán a 10 años de la deuda pública emitida por los países de la UEM se encontraba en mínimos históricos. En concreto, el

<sup>27</sup> No se incluye información de Grecia, dado que la información de balanza de pagos que facilita el Banco de Grecia impide calcular la variación de posición de inversión internacional del banco central, ya que únicamente ofrece información de la evolución de las reservas centrales.

spread medio de los once se situaba en torno a 10 puntos básicos. Asimismo, la dispersión existente era muy baja, no existiendo ningún país con un spread superior a 30 puntos básicos (Gráfico 10).

Cuadro 7

**Cuenta Financiera (% del PIB)**

|                               | España<br>2006 | España<br>2008 | Portugal<br>2006 | Portugal<br>2008 |
|-------------------------------|----------------|----------------|------------------|------------------|
| Cuenta Financiera             | 8,5            | 8,2            | 9,1              | 10,8             |
| Total, excluido Banco Central | 11,1           | 5,4            | 12,4             | 3,1              |
| Inversiones Directas          | -5,9           | -0,5           | 1,9              | 0,6              |
| Inversiones de Cartera        | 20,3           | 0,4            | 2,4              | 10,6             |
| Otras Inversiones             | -3,5           | 6,1            | 8,2              | -8,2             |
| Derivados Financieros Netos   | 0,2            | -0,6           | -0,1             | 0,2              |
| Banco Central (1)             | -2,6           | 2,7            | -3,3             | 7,7              |

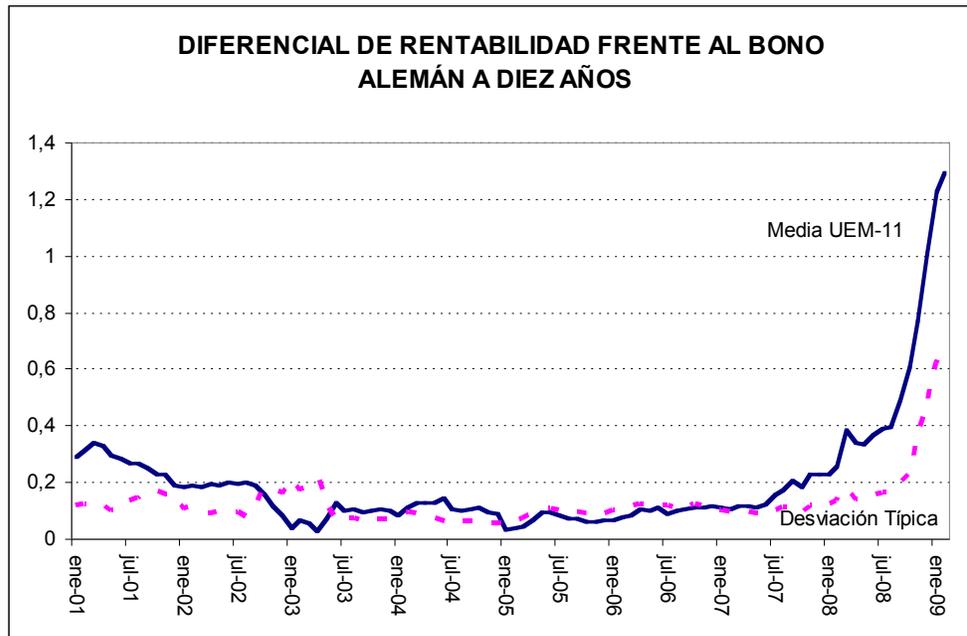
(1) Un signo positivo (negativo) supone una reducción de la Posición de Inversión Internacional del banco central

Fuente: Elaboración propia a partir de Banco de España y Banco de Portugal

Sin embargo, con el inicio de la “crisis subprime” se inició una tendencia moderada de aumento de los spreads, que se intensificó a partir de marzo de 2008 y que se agudizó de forma acusada en septiembre de 2008 con la quiebra de Lehman-Brothers. En marzo de 2009 el spread medio de los países de la UEM frente al bono alemán a 10 años se situó en torno a 130 puntos básicos, por lo que habría que remontarse a 1996, cuando todavía existían importantes incertidumbres en muchos países en cuanto a su posible adhesión a la UEM, para encontrar un spread medio de esa cuantía.

Pero este aumento en el spread no se ha registrado de forma homogénea en los distintos países, sino que ha venido acompañado de un fuerte aumento en la dispersión, siendo Irlanda y Grecia (con spread superiores a los 250 puntos básicos) e Italia y Portugal (con spread en torno a 140 puntos básicos), los que han experimentado mayores aumentos.

Gráfico 10



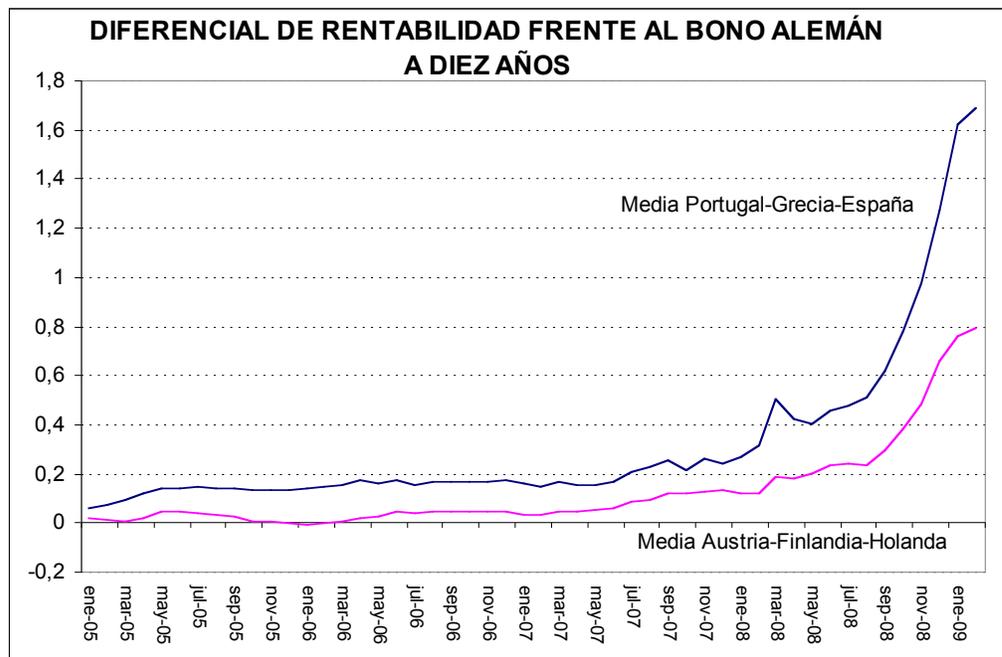
Fuente: Elaboración propia a partir de BCE

El incremento en la dispersión de los spreads de la deuda pública a largo plazo frente a los bonos alemanes responde fundamentalmente al diferente grado de solvencia que los inversores asignan a los estados emisores. La crisis financiera internacional ha hecho que los inversores revisen el riesgo asignado a los distintos activos financieros atendiendo al país emisor, lo que unido a un aumento generalizado de la aversión al riesgo, propio de cualquier situación de crisis financiera, ha hecho que se produzca esta importante ampliación de los spreads. La ampliación de los spreads refleja un conjunto amplio de factores de riesgo específicos de cada país y sería incorrecto tratar de explicar el riesgo crediticio relativo atendiendo exclusivamente a los diferentes niveles de déficit de cuenta corriente de los distintos países, dejando a un lado otros factores, en especial, los referentes a la posición fiscal del país.

No obstante, tal y como se puede observar en el Gráfico 11, el incremento que ha experimentado el spread medio de los tres países con mayores déficit de cuenta corriente

es notablemente superior al que han registrado los tres países de la UEM-12 con mejor comportamiento en su saldo exterior. Por tanto, aunque el déficit exterior no sea la única variable explicativa de la diferenciación en el riesgo crediticio de los países de la UEM, sí parece ser un factor relevante, especialmente cuando está acompañado de un importante desequilibrio en las cuentas públicas del país.

Gráfico 11



Fuente: Elaboración propia a partir de BCE

## El ajuste de países emergentes en la crisis financiera internacional

La crisis financiera internacional ha alterado drásticamente las condiciones de acceso a la financiación exterior. De forma muy brusca se ha pasado de una situación en la que el problema aparentemente radicaba en la existencia de un exceso de financiación mundial, a una situación de acusada escasez de financiación y de ampliación de las primas de riesgo.<sup>28</sup> Pero este cambio en las condiciones de acceso a la financiación externa no está afectando de forma homogénea a todos los países, siendo

<sup>28</sup> La existencia de un excesivo nivel de ahorro mundial fue la explicación propuesta por Bernanke (2005) para los elevados desequilibrios globales en cuenta corriente.

aquellos países que en mayor medida precisan de la financiación externa para cubrir su desfase entre ahorro e inversión nacional, los que muestran una mayor vulnerabilidad.

Por su parte, los inversores internacionales, a diferencia de lo que ocurría en el pasado cuando no se establecían prácticamente diferencias entre los emisores de distintos países, cada vez tienen más en cuenta los distintos factores de vulnerabilidad del país. Así, en el caso de los países convergentes de la UEM, los problemas de financiación de sus elevados y persistentes déficits exteriores y la ampliación en las primas de riesgo que penalizan sus emisiones reflejan una nueva evaluación de la situación económica de estos países, en la que se hace hincapié en problemas que, en los momentos de bonanza económica, no se consideraban. En concreto, y aunque con diferencias entre ellos:

1. Son países que han registrado un importante deterioro en su competitividad.<sup>29</sup> Si bien las pérdidas de competitividad en un país que forma parte de una unión monetaria no son necesariamente un problema, ya que pueden ser una de las consecuencias de la existencia de diferenciales en las tasas de crecimiento real, algunos países miembros han registrado unas pérdidas de competitividad muy superiores de lo que podría ser considerado una respuesta adecuada a los diferenciales de crecimiento existentes.<sup>30</sup> (Comisión Europea, 2006).
2. El comportamiento de la productividad en los países convergentes ha sido muy distinto a las expectativas que inicialmente se pudieron generar. De hecho, por ejemplo, en el caso de España la productividad aparente del trabajo prácticamente se ha estancado desde la creación de la UEM.
3. La abundante financiación externa disponible se dirigió en gran medida a inversiones no productivas, en concreto, a una excesiva expansión del sector de la construcción, originando un aumento insostenible en el precio de los activos inmobiliarios, lo que agrava los efectos de la actual crisis financiera (Comisión Europea, 2009).

---

<sup>29</sup> Un análisis de las divergencias de competitividad de los países de la Zona Euro puede verse en Wyplosz (2006 a).

<sup>30</sup> La propia Comisión Europea reconoce que el deterioro de la productividad de los países de la EMU con mayores déficits no puede ser explicado atendiendo a sus diferenciales de crecimiento (Comisión Europea, 2006).

Todos estos elementos ahora sí están siendo tenidos en cuenta en un momento en el que existe un comportamiento en los flujos de capital de búsqueda de la calidad y en consecuencia los inversores reajustan sus carteras sustituyendo los activos con mayor riesgo y menor liquidez por los activos más seguros y líquidos.

La evolución del endeudamiento externo de los países convergentes de la UEM resultaba insostenible a largo plazo y en algún momento se precisaba de una adaptación de los planes de consumo e inversión hacia sendas más moderadas y sostenibles y con ello una progresiva corrección del desequilibrio exterior. Este ajuste que pudo ser gradual y en un contexto de bonanza económica, se fue dilatando en el tiempo mientras no existieron problemas de financiación. Sin embargo, con la crisis financiera internacional y la restricción global del crédito, la corrección se hace imprescindible, lo que está agravando los efectos negativos sobre la actividad y el empleo derivados de la crisis financiera global.

Dado que los elevados déficits de cuenta corriente de los países convergentes de la UEM están asociados a problemas de competitividad externa, su reducción exige un restablecimiento de la competitividad. Ahora bien, antes de la implantación de la moneda única los países tradicionalmente deficitarios utilizaban fundamentalmente las devaluaciones como vía de reducción del desequilibrio. Sin embargo, al formar parte de la UEM y, por tanto, no poder utilizar el tipo de cambio para compensar los mayores incrementos en los costes de producción, los países con elevados y persistentes déficits de cuenta corriente sólo tienen dos vías para restaurar su competitividad exterior (Blanchard, 2006):

- a) aumentos de productividad superior a los de sus socios comerciales y que éstos no se plasmen en mayores crecimientos salariales. El problema de esta forma de restaurar la competitividad exterior es que se produce lentamente y es difícil de alcanzar.

b) Menores aumentos de los costes laborales mediante la moderación en el crecimiento de los salarios nominales. Esta alternativa aunque obviamente puede resultar menos atractiva que el aumento de la productividad, puede potencialmente operar de forma más rápida, pero tampoco es fácil de conseguir ya que, dadas las muy bajas tasas de inflación existentes, exigiría la reducción de los salarios nominales.

Ante la situación resulta muy probable que los países de la UEM que han visto fuertemente erosionada su competitividad, y que en consecuencia registran elevados y persistentes déficits de cuenta corriente, atravesaran un período de bajo crecimiento económico y elevado desempleo, notablemente más prolongado que el que registren otros países de la UEM que no tienen elevados desequilibrios externos. Las dificultades para restablecer una senda de crecimiento estable cuando se ha incurrido en una importante pérdida de competitividad y se forma parte de la UEM quedan constatadas si analizamos el período de ajuste que ha sufrido la economía portuguesa desde inicio de década.<sup>31</sup> Con el agravante de que en el momento actual el conjunto de la economía mundial se encuentra en recesión y, por tanto, el restablecimiento de la demanda externa aún se hace más difícil. Por otro lado, la acusada caída en la actividad económica, la adopción de programas de expansión fiscal unido a los gastos derivados de las ayudas al sector financiero, están provocando un rápido aumento de los déficits públicos de algunos países y con ello el deterioro de la solvencia de los estados.

La combinación de todos los factores antes señalados hace que el momento presente constituya la primera prueba seria a la que se enfrenta la UEM en sus diez años de vida, en la medida en que la estabilidad de la Zona Euro podría verse afectada.<sup>32</sup> En los últimos meses, de hecho, se ha abierto un cierto debate sobre la posibilidad de que algún país miembro de la UEM opte por el “default” de su

---

<sup>31</sup> Excelentes análisis del ajuste sufrido por la economía portuguesa en los últimos años aparecen recogidos en Blanchard (2006 a); Constâncio (2005) y Fagan y Gaspar (2005).

<sup>32</sup> Véase Arestis y Sawyer (2001) para algunos de los problemas derivados de la introducción del euro.

deuda y el abandono de la UEM (Tilford, 2008). Un país con dificultades para hacer frente a su deuda podría optar por renunciar al pago total o parcial de su deuda y, de forma simultánea, tratar restaurar su competitividad mediante una fuerte devaluación nominal para de esa forma tratar de restablecer una senda de elevado crecimiento económico. Esta posibilidad resulta muy improbable, entre otras razones porque posiblemente agravaría los problemas de financiación del país, y tampoco está claro que permitiría resolver los problemas de competitividad a medio plazo, si no fuera acompañado de un verdadero ajuste en la economía real (Buitter, 2008).<sup>33</sup>

Pero dejando de lado la posibilidad de abandonar el euro como solución a los problemas a los que se enfrentan los países convergentes de la UEM, la realidad es que las perspectivas económicas a las que se enfrentan los países con elevado déficit exterior de la UEM son especialmente negativas. Sin lugar a dudas, el hecho de que los países convergentes de la UEM probablemente tengan que afrontar una prolongada fase de bajo crecimiento económico es un importante factor de inestabilidad para el conjunto de la UEM. Los desequilibrios en cuenta corriente no son la causa última de los problemas a los que se enfrentan las economías de los países convergentes de la UEM. No obstante, su evolución sí debería merecer el interés de las autoridades económicas. De hecho, se han dado las dos razones que en su día la Comisión consideraba que deberían llevar a prestar atención al desequilibrio externo: por un lado, constituían el reflejo de los problemas internos de estos países como insuficiente ahorro, elevado endeudamiento de empresas y familias o la presencia de burbujas inmobiliarias y, por otro lado, los déficits de cuenta

---

<sup>33</sup> En este sentido cabe destacar que, a pesar de que la UEM no ha aislado a los países que la integran de los efectos de la crisis financiera internacional, éstos han sido mucho más moderados que el impacto que está teniendo sobre el resto de países de la Unión Europea que no tienen implantado el euro, y, en especial, en los países emergentes de la Europa del Este.

corriente y el endeudamiento externo de los países convergentes de la UEM mostraban una tendencia absolutamente insostenible.

En definitiva, la crisis financiera internacional parece ratificar que, incluso formando parte de una unión monetaria, existen razones importantes para pensar que los saldos de cuenta corriente todavía importan y que elevados desequilibrios pueden representar una amenaza a la estabilidad económica y, por tanto, parece razonable pensar que el déficit en cuenta corriente debe ser una variable objeto de interés para las autoridades económicas. En el diseño de la UEM no se dio ninguna relevancia a los desequilibrios externos. Sin embargo, lo acontecido en los años de vigencia de la UEM ha mostrado que los déficits de cuenta corriente pueden llegar a constituir un elemento de inestabilidad para el conjunto del área. Esta es una lección que debería ser aprendida de cara a futuras incorporaciones de nuevos países a la UEM, o bien evaluando la cuantía del déficit de cuenta corriente previa a su incorporación y/o bien vigilando la evolución de éste una vez que hayan implantado la moneda común.

### **Resumen y conclusiones**

Desde que se inició el diseño de la UEM la relevancia que se le dio a la posible aparición de desequilibrios de cuenta corriente en los Estados Miembros y sus posibles efectos desestabilizadores fue muy reducida. Aunque se aceptaba que la cuenta corriente no perdía completamente su significado, en la práctica la relevancia que se le concedió fue muy escasa. Así, tanto en la definición de los criterios de convergencia del Tratado de Maastricht, como a la hora de definir requisitos que garanticen la estabilidad de la UEM, se fijaron exclusivamente limitaciones cuantitativas relativas al nivel de déficit y de endeudamiento público, pero en ningún caso se estableció ningún tipo de requisito en cuanto a desequilibrio en cuenta corriente o de nivel de deuda externa.

En el diseño de la UEM se contempló la posibilidad de que los países miembros registraran desequilibrios en cuenta corriente. No obstante, no se previó que el proceso de integración económica y monetaria fuera a originar un claro patrón de ajuste en los saldos de cuenta corriente de los países miembros y, por supuesto, tampoco se contempló que la aparición de desequilibrios en cuenta corriente pudiera llegar a constituir una fuente de inestabilidad para el conjunto de la UEM.

Sin embargo, desde mediados de los noventa y especialmente desde la adopción del euro en enero de 1999, se ha producido un importante aumento en los niveles de dispersión de los desequilibrios de cuenta corriente de los países de la UEM, debido al incremento de los superávits de Alemania, Holanda y Austria y, sobre todo, al aumento de los déficits de Portugal, Grecia y España. El tamaño y la persistencia de los desequilibrios de cuenta corriente de éstos no tienen precedentes históricos y han traído consigo un rápido deterioro en su posición de inversión internacional.

El comportamiento de los desequilibrios de cuenta corriente está estrechamente relacionado con el intenso proceso de integración financiera que se ha producido entre los países de la UEM. La creciente integración financiera derivada de la introducción de la moneda única afectó a las decisiones de gasto de los agentes económicos, y, por tanto, a los saldos de cuenta corriente de los países del Área Euro. Además, los efectos no han sido homogéneos para todos los países, siendo los países convergentes los más afectados por las mayores reducciones de tipos de interés reales, las mayores facilidades de acceso a la financiación externa y por las mejoras en las perspectivas de productividad.

Podríamos interpretar, por tanto, la divergencia en los saldos de cuenta corriente en los países miembros de la UEM como un efecto colateral derivado del proceso de ajuste ante un cambio estructural con efectos asimétricos, causado por la creación de la propia UME. En tal caso, los desequilibrios en cuenta corriente no deberían constituir un problema para las autoridades económicas, puesto que los déficits de cuenta corriente tendrían un carácter temporal y, a que a medida que se avanzase en el proceso de convergencia, se irían reduciendo progresivamente. Sin embargo, el comportamiento de los déficits de cuenta corriente de los países convergentes de la UEM difícilmente pueden considerarse como óptimos, pareciendo muy probable que se haya producido una sobrereacción en el ajuste de los agentes económicos ante el nuevo escenario, lo que ha conducido a déficits de cuenta corriente de una magnitud y persistencia insostenible.

Hasta que se inició la crisis financiera internacional en agosto de 2007, los países convergentes de la UEM no habían registrado problemas para la financiación de sus elevados y persistentes déficits de cuenta corriente. Sin embargo, la situación cambió de forma radical con el inicio del “credit crunch” y posteriormente éste se transformó en una crisis financiera de dimensión global. Las prolongadas tensiones en los mercados financieros internacionales, tras la caída de Lehman-Brothers en septiembre de 2008, han dificultado la captación de financiación externa y han incrementado el coste de su captación, especialmente en los países con mayores déficits de cuenta corriente.

En el momento presente, el ajuste de los déficits de cuenta corriente en los países convergentes de la UEM se ha convertido en una necesidad. Y dado que los elevados déficits están relacionados con problemas de competitividad exterior, se precisa el restablecimiento de ésta. Sin embargo, dado que los países de la UEM no pueden utilizar la devaluación como instrumento para

restablecer la competitividad, muy probablemente experimentarán un período más prolongado de bajo crecimiento económico y elevado desempleo, respecto de otros países con menores desequilibrios en cuenta corriente. Este hecho puede tener un significativo impacto negativo sobre la estabilidad de la propia UEM.

Los desequilibrios de cuenta corriente no son la causa última de los problemas a los que se enfrentan los países convergentes de la UEM, pero su evolución debería haber sido objeto de interés para las autoridades económicas. Esta es una lección que debería ser aprendida de cara a futuras incorporaciones de nuevos países a la UEM.

### **Bibliografía**

- Ahearne, A., B. Schmitz y J. von Hagen: “Current account imbalances in the euro area”, Mimeo, Bruegel, Marzo.
- Alesina, A., J. Gali, H. Uhlig, O. Blanchard y F. Giavazzi (2001): “Monitoring the European Central Bank Update”, Centre of Economic Policy Research, Septiembre.
- Arestis, P., K. McCauley y M. Sawyer (2001): "An Alternative Stability Pact for the European Union", [Cambridge Journal of Economics](#), 25(1), 113-30.
- Arestis, P. y M. Sawyer (2001): "Will The Euro Bring Economic Crisis to Europe?", Working Paper N°. 322, The Levy Economics Institute, Annandale-on-Hudson, Nueva York.
- Bayoumi, T. y Eichengreen, B. (1993): “Shocking aspects of European monetary integration”, en F. Torres y F. Giavazzi (eds.): *Adjustment and growth in the European Monetary Union*, Cambridge University Press: Cambridge, Reino Unido.

- Bernanke, B.S. (2005): “The global saving glut and the U.S. current account deficit », Sandridge Lecture, Virginia Association of Economics, Virginia.
- Blanchard, O. y F. Giavazzi (2002): “Current account deficits in the Euro Area. The end of Feldstein-Horioka Puzzle”, *Brookings Papers on Economic Activity*, 2, 147-209.
- Blanchard, O. (2006 a): “Adjustment with the euro. The difficult case of Portugal”, Working Paper 06-04, Department of Economics, MIT: Boston, Febrero.
- Blanchard, O. (2006 b): “Current account deficits in rich countries”, 7<sup>th</sup>. Jacques Polak Annual Research Conference, FMI, Noviembre.
- Buiters, W. (2009): “Default and the future of the eurozone”, *Financial Times*, 13 de Enero.
- Campa, J.M. y A. Gavilán (2006): “Current accounts in the Euro Area: an intertemporal approach”, Working Paper N°. 0638, Banco de España: Madrid, España.
- Cardoso, P.L. (2005): “Household behaviour in a monetary union: what can we learn from the case of Portugal?”, *ECFIN Country Focus*, 2(20), Directorate-General for Economic and Financial Affairs of the European Commission: Bruselas, Bélgica.
- Cattaui, P. (1998): “Current accounts: are still relevant for and within a Monetary Union”, in “Current Account Imbalances in East and West: Do they matter?”, *Oesterreichische Nationalbank*: Vienna, Austria.
- Cohen, D. y Wyplosz, C. (1989): “The European Monetary Union: An agnostic evaluation”, en R. Bryant, D. Currie, J. Frenkel, P. Masson y R. Portes (eds.): *Macroeconomic policies in an interdependent world*, Fondo Monetario Internacional, Washington, DC.
- Comisión Europea (1990): “One market, one money”, *European Economy*, N°.44, October.

- Comisión Europea (2006): “Widening current account differences within the euro area”, Quarterly Report on the Euro Area, 5(4), 25-37.
- Comisión Europea (2007): “EU financial integration and euro-area adjustment”, Quarterly Report on the Euro Area, 6(2), 34-43.
- Comisión Europea (2009): “Competitiveness developments within the euro area”, Quarterly Report on the Euro Area, 8(1), 18-49.
- Constâncio, V. (2005): “European monetary integration and the Portuguese case”, en C. Detken, C., V. Gaspar y G. Noblet (eds.) , *The new EU Member States: convergence and stability*, Banco Central Europeo: Frankfurt, Alemania.
- Corden, W.M. (1994): *Economic policy, exchange rates and the international system*, Oxford University Press: Oxford.
- Edwards, S. (2006): “Monetary unions, external shocks and economic performance: a Latin American perspective”, Working Paper N° 12229, National Bureau of Economic Research: Washington DC.
- Fagan, G. y V. Gaspar (2005): “Adjusting to the euro area: some issues inspired by the Portuguese experience”, *Presented at ECB June 2005 Workshop on What Effects is EMU Having on the Euro Area and Its Member States?*, disponible en [www.ecb.int](http://www.ecb.int).
- Fagan, G. y V. Gaspar (2007): “Adjusting to the euro”, Working Paper Series, N°. 716, Banco Central Europeo: Frankfurt, Alemania, Enero.
- Freund, C.L. (2000): “Current account adjustment in industrialized countries”, International Finance Discussion Papers, n°. 692, Board of Governors of the Federal Reserve System: Washington DC.

- Japelli, T. y M. Pagano (2008): “Financial market integration in EMU”, Economic Papers 312, European Economy: Bruselas, Marzo.
- Langedijk, S. y W. Roeger (2007): “Adjustment in EMU. A model-based analysis of country experiences”, Economic Papers, N°. 274, European Economy: Bruselas, Marzo.
- Lane, P.R. (2006): “The real effects of EMU”, Discussion Paper, N°. 5536, CEPR: Londres.
- Lane, P.R. (2008 a): “EMU and financial integration”, Discussion Paper, N.272, Institute for International Integration Studies: Dublin, Noviembre.
- Lane, P.R. (2008 b): “The Macroeconomics of Financial integration: a european perspective”, Discussion Paper, N.265, Institute for International Integration Studies: Dublin, Diciembre.
- Lane, Philip R. y Gian Maria Milesi-Ferretti (2007): “The International Equity Holdings of Euro Area Investors”, en R. Anderton y F. di Mauro (eds.): *The Importance of the External Dimension for the Euro Area: Trade, Capital Flows, and International Macroeconomic Linkages*, Cambridge University Press: Cambridge, Reino Unido.
- Levine, R. (2005), “Finance and Growth: Theory and Evidence”, en P. Aghion y S. Durlauf (eds.), *Handbook of Economic Growth*, Elsevier Science: Holanda.
- Papaioannou, E. y R. Portes (2008): “Cost and benefits of running an international currency”, Economic Papers N°. 348, European Economy: Bruselas, Noviembre.
- Paúl, J. (2006): “El déficit exterior de la economía española en perspectiva interna”, Boletín Económico de ICE, N°. 2892, 29-43.
- Tilford, S. (2008): “The euro at ten: Is its future secure?”, Centre for European Reform: Londres.
- Wyplosz, C. (2006 a): “Diverging tendencies of competitiveness”, Briefing Notes to the Committee for

Economic and Monetary Affairs of the European Parliament, disponible en <http://www.wyplosz.eu>.

- Wyplosz, C. (2006 b): “European monetary union: the dark sides of a major success”, *Economic Policy*, 21(46), 207-261.

Fecha de entrega: marzo 2009

Fecha de aprobación: agosto 2009