

A salvo de la TORMENTA

Los países de Europa central, oriental y sudoriental han permanecido en gran parte aislados de la crisis que sigue afectando a la zona del euro, pero esto podría cambiar rápidamente

Bas B. Bakker y Christoph Klingen

LOS PAÍSES de Europa central, oriental y sudoriental han sido los grandes ausentes de la lista de países afectados por la crisis de la zona del euro. Los mercados financieros se han mostrado muy preocupados por Grecia, Irlanda, Portugal y —más recientemente— Italia y España. Pero no parecen excesivamente preocupados por los 22 países de dicha región (véase el recuadro), a pesar de sus estrechos vínculos con la zona del euro.

Rompiendo radicalmente con el pasado, en muchos casos los inversionistas exigen primas de riesgo más bajas por la deuda de estos países europeos más pequeños y menos ricos que para los de Europa occidental: en algunas ocasiones las primas de riesgo de Estonia han sido más bajas que las de los Países Bajos, y las de Bulgaria y Rumania más bajas que las de Italia y España.

Eso no era así hace unos años, cuando la turbulencia que afectó a Europa occidental tras el estallido de la crisis financiera mundial en 2008 se extendió rápidamente a las economías de Europa central y oriental. La región tuvo muchos años prósperos, respaldada en gran medida por el crédito fácil proveniente de Europa occidental. Pero tras la quiebra del banco de inversión Lehman Brothers en septiembre de 2008, los bancos de los países de la zona del euro interrumpieron bruscamente la concesión de nuevos préstamos, provocando una fuerte contracción de la demanda interna en la mayoría de las economías de Europa central y oriental. La caída masiva del comercio mundial exacerbó la crisis, golpeando duramente a las exportaciones de estas economías. Como resultado, los países de la región experimentaron una contracción económica sin precedentes en 2008 y 2009. Cuando la región comenzó a recuperarse en 2010, el PIB se había reducido hasta un 25% en algunos países, aunque unos pocos, como Albania y Polonia, salieron relativamente indemnes de la crisis.

Con excepción del susto que recibieron a finales de 2011, los países de la región permanecieron en gran medida a salvo de la crisis de la zona del euro que comenzó hace dos años, debido principalmente a que se basan mucho menos que antes en el crédito fácil proveniente de los bancos de Europa occidental para respaldar el gasto interno y porque han tomado medidas para controlar los déficits públicos.

Vínculos aún fuertes

Esta aparente capacidad para evitar la turbulencia en la zona del euro ocurre a pesar de que existen fuertes vínculos entre los países occidentales y orientales. Desde la disolución de la Unión Soviética hace dos décadas, estos países están cada vez más interconectados a través de canales comerciales y financieros.

Europa occidental representa el principal mercado de exportación de la región. Algunas exportaciones son insumos para las exportaciones de Europa occidental. Muchos países de la región forman parte de la cadena de suministros que proporciona insumos a los productores finales de Europa occidental. Por

En la frontera del euro

Europa central, oriental y sudoriental comprende los países bálticos de Estonia, Letonia y Lituania; los países centroeuropeos de Hungría, Polonia, la República Checa y la República Eslovaca; los países europeos sudorientales de Albania, Bosnia y Herzegovina, Bulgaria, Croacia, Eslovenia, Kosovo, la antigua República Yugoslava de Macedonia, Montenegro, Rumania y Serbia, y al este Belarús, Moldova, Rusia y Ucrania. Turquía, que se encuentra tanto en Europa como en Asia, se considera parte de esta región.



Centro comercial y de recreación en Varsovia, Polonia.

ejemplo, los fabricantes de automóviles alemanes han establecido centros de producción en Europa central y han trasladado parte de su producción a esta región.

Las vinculaciones comerciales son especialmente importantes para Europa central. Aunque los grandes países exportadores de materias primas, como Rusia y Ucrania, comercian extensamente con otros países fuera de Europa, los precios de sus exportaciones en los mercados internacionales están vinculados al bienestar de las economías de Europa occidental. En cambio, Europa sudoriental está menos integrada con Europa occidental.

Si bien las relaciones comerciales son vitales, los vínculos financieros —principalmente a través de los bancos— aún son más importantes. Los sistemas bancarios de la región están estrechamente integrados con los bancos de Europa occidental, tanto desde el punto de vista de la propiedad como del financiamiento.

Los bancos de propiedad extranjera (es decir, aquellos en que una entidad del exterior posee una participación superior a 25% y es el principal accionista) representan alrededor de 35% del mercado en Belarús, Eslovenia, Rusia y Turquía, mientras que en Bosnia y Herzegovina, Croacia, Estonia, la República Checa, la República Eslovaca y Rumania, estos bancos poseen hasta 80% del mercado. En cambio, los bancos extranjeros representan, en promedio, menos de 20% del mercado en la zona del euro.

No obstante, un banco de propiedad extranjera no se basa necesariamente en financiamiento externo. Por ejemplo, en la República Checa estos bancos dominan el mercado, pero sus operaciones se financian con capital local, principalmente a través de depósitos. Estos bancos son menos vulnerables a una interrupción brusca del financiamiento del exterior, en este caso, de la casa matriz.

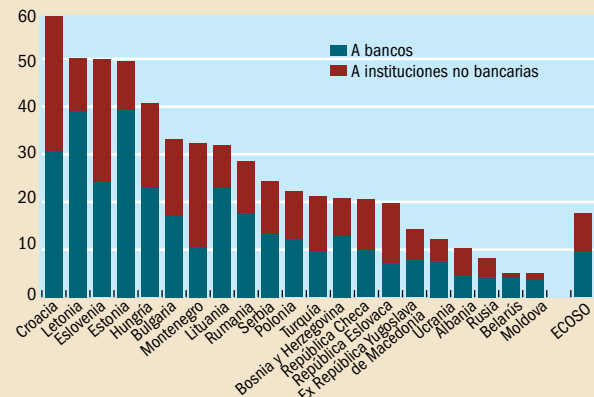
Pero el financiamiento transfronterizo proporcionado por los bancos extranjeros es importante en muchas economías de la región. Superó el 30% del PIB en Bulgaria, Croacia, Eslovenia, Estonia, Hungría, Letonia, Lituania y Montenegro a finales de 2011 (véase el gráfico 1). Este financiamiento corresponde a

Gráfico 1

Estrechamente relacionados

Los principales bancos extranjeros proporcionan un monto sustancial de financiamiento transfronterizo a los bancos y a los prestatarios no bancarios de Europa central, oriental y sudoriental.

(préstamos otorgados por los bancos de las economías avanzadas en relación con el PIB del país receptor, cuarto trimestre de 2011, porcentaje)



Fuentes: Banco de Pagos Internacionales (BPI), *Locational Banking Statistics*; FMI, base de datos de *Perspectivas de la economía mundial*, y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Se refiere a los préstamos otorgados por los bancos que realizan operaciones internacionales en las economías avanzadas. Los bancos centrales declaran esta información al BPI, que compila los datos. El BPI es el banco central de los bancos centrales. No se dispone de datos sobre Kosovo. ECOSO = Europa central, oriental y sudoriental.

las operaciones de las filiales locales financiadas por los grupos bancarios matrices de Europa occidental, así como a los préstamos transfronterizos directos a grandes corporaciones. En Rusia y Turquía, aunque el nivel de penetración de los bancos extranjeros es relativamente bajo, los bancos locales a menudo complementan sus depósitos obteniendo préstamos en los mercados internacionales interbancarios y de bonos para financiar los préstamos locales.

Estas estrechas vinculaciones financieras presagiaban que los shocks originados en Europa occidental tendrían un fuerte impacto en Europa central, oriental y sudoriental. Así ocurrió en 2008–09. Antes de la quiebra de Lehman Brothers, los bancos matrices de Europa occidental financiaron la rápida expansión del crédito interno, lo que impulsó un auge de los precios de los activos y de la demanda interna. Pero cuando la crisis mundial golpeó a Europa occidental, estos flujos se detuvieron bruscamente, sumiendo a la región en una profunda recesión, que solo comenzó a atenuarse al recuperarse las exportaciones hacia Europa occidental en 2010 (véase el gráfico 2).

A pesar de estas fuertes conexiones entre Europa occidental y oriental, la crisis de la zona del euro, que comenzó hace dos años, no ha tenido el mismo impacto que la crisis financiera de 2008–09. Si bien los costos de endeudamiento en los países de la periferia de la zona del euro —primero Grecia, luego Irlanda, y posteriormente Portugal— siguieron aumentando sin cesar debido a la creciente preocupación de los inversionistas, en los países de Europa central y oriental estos costos se mantuvieron invariables o siguieron reduciéndose a medida que la región salía de la profunda recesión.

La razón principal por la que la región se ha visto tan poco afectada por la crisis actual en la zona del euro es la ausencia de grandes desequilibrios. En 2007 y 2008, la región era vulnerable

a una interrupción repentina de los flujos de capitales porque los países estaban contrayendo préstamos por montos considerables en el exterior (principalmente de bancos en Europa occidental) para financiar sus elevados déficits en cuenta corriente. En 2011, una parte importante de estos desequilibrios había desaparecido (véase el gráfico 3). Hoy, las economías no están sobrecalentadas, y el crecimiento está impulsado cada vez más por las exportaciones y no por auges de la demanda interna alimentados por la afluencia de capitales del exterior.

Los países también han puesto en marcha programas para reducir sus déficits fiscales. En el período anterior a la crisis de 2008–09, la situación de las finanzas públicas era débil, aunque el aumento de los ingresos tributarios relacionados con el auge creó la ilusión de que la posición fiscal era sólida. El fin del auge puso de manifiesto claramente que los ingresos tributarios eran en gran parte un fenómeno temporal: en 2009 el saldo fiscal de la región pasó de un superávit de 2% del PIB a un déficit de 6%. Pero en 2011, después de que la mayoría de los países implementara una consolidación fiscal de gran escala, el déficit de la región se redujo a ½% del PIB.

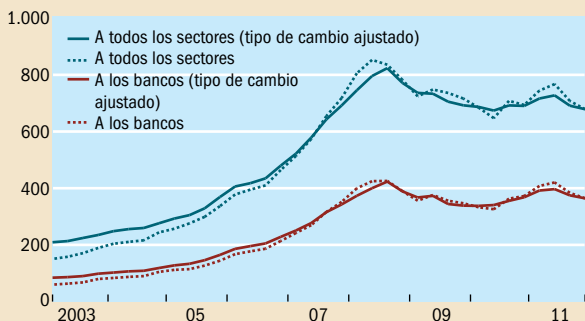
No obstante, muchos países se enfrentan a riesgos considerables. La necesidad de refinanciar los cuantiosos saldos de deuda externa mantiene las exigencias de financiamiento en un nivel elevado. Los considerables saldos de préstamos en moneda extranjera limitan la política monetaria y cambiaria. Y Rusia y Ucrania siguen siendo vulnerables a una caída de los precios de las materias primas. Los déficits fiscales aún son considerables en varios países, a pesar de los esfuerzos de consolidación fiscal realizados para reducir los déficits y la deuda. Y los sistemas bancarios deben soportar la carga de los elevados saldos de préstamos en mora, un problema inexistente antes de 2008.

Gráfico 2

Marcha atrás

Los bancos de las economías avanzadas incrementaron fuertemente los préstamos a los países de Europa central, oriental y sudoriental hasta que estalló la crisis financiera que comenzó tras la quiebra de Lehman Brothers en septiembre de 2008.

(préstamos otorgados por los bancos de las economías avanzadas a la región, miles de millones de dólares)



Fuente: Banco de Pagos Internacionales (BPI).

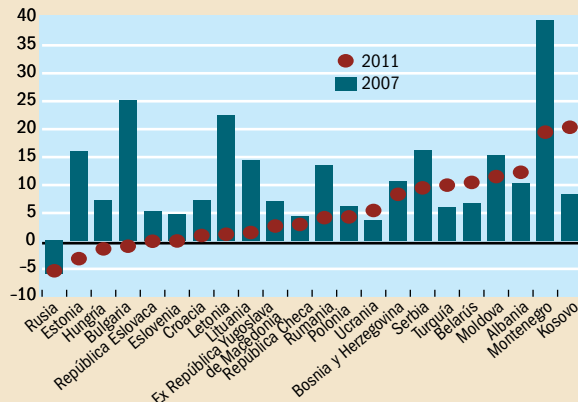
Nota: El gráfico incluye los bancos que realizan operaciones internacionales en los países que son miembros del Banco de Pagos Internacionales, un banco central internacional para los bancos centrales nacionales. Los ajustes del tipo de cambio procuran eliminar las variaciones de valoración derivadas de variaciones de los tipos de cambio en los datos declarados en una moneda común, en este caso el dólar de EE.UU.

Gráfico 3

Los déficits están desapareciendo

En 2007 los países de Europa central, oriental y sudoriental registraban notables déficits en cuenta corriente que se redujeron drásticamente para 2011.

(déficit en cuenta corriente, porcentaje del PIB)



Fuente: FMI, base de datos de *Perspectivas de la economía mundial*.

Nota: La cuenta corriente mide el ingreso de un país proveniente de las exportaciones, las inversiones en el exterior y las transferencias de efectivo provenientes de otros países menos los gastos en importaciones, el ingreso transferido a los propietarios extranjeros de inversiones internas y las transferencias de efectivo al exterior.

Un leve rastro de contagio

La capacidad de resistencia de la región fue puesta a prueba durante el segundo semestre de 2011, cuando se agravaron los problemas en la zona del euro. Los bancos de esta zona se vieron sometidos a significativas presiones de financiamiento. En respuesta a estas presiones, los bancos restringieron las operaciones de financiamiento externo. Los bancos extranjeros redujeron su financiamiento a Europa central, oriental y sudoriental en un 6½% entre junio y diciembre, frente a una reducción de 3% en el caso de África, Oriente Medio, y la región de Asia y el Pacífico, y un aumento de 2% en el de América Latina y el Caribe.

Aunque esta contracción del financiamiento se compensó en parte con el aumento de los depósitos locales y los préstamos otorgados por los bancos locales, la expansión del crédito fue negativa en los países bálticos, Eslovenia, Hungría y Montenegro.

Esta contracción se moderó cuando el Banco Central Europeo (BCE) ofreció a los bancos liquidez ilimitada a una tasa de interés baja por un período de tres años a finales de 2011 y principios de 2012. El compromiso asumido en julio de 2012 por el Presidente del BCE, Mario Draghi, de “hacer todo lo necesario para preservar el euro” alivió aún más la ansiedad en los mercados y ayudó a mitigar las presiones de financiamiento.

Pese a las recientes mejoras en los mercados financieros, el crecimiento en la región se ha desacelerado fuertemente este año, un efecto secundario de la recesión en la zona del euro. El FMI, en su edición de octubre de 2012 de *Perspectivas de la economía*


mundial, proyecta un crecimiento en Europa central, oriental y sudoriental de solo 2,8%, frente a 4,9% en 2011.


Además, las estrechas vinculaciones comerciales y financieras exponen a la región al riesgo de un nuevo deterioro de la situación en la zona del euro. Si se intensifica la crisis en esta zona, Europa central, oriental y sudoriental se verían gravemente afectadas a través de los canales financieros y comerciales. Si se redujera rápidamente el crecimiento en la zona del euro las exportaciones podrían registrar una fuerte caída, las tensiones en los mercados financieros se intensificarían, el financiamiento proveniente de los bancos matrices probablemente se reduciría y los flujos de capital disminuirían, lo que afectaría aún más a la demanda interna.

La región se encuentra en una situación más favorable que en 2008, cuando todo podía ocurrir. Los cuantiosos desequilibrios hicieron que la región fuera muy vulnerable a una interrupción repentina de los flujos externos. Esto ya no es así. La probabilidad de que se produzca una crisis de origen interno es mucho más limitada.

Pero esto no significa que la región esté totalmente a salvo; aún podría verse afectada por lo que ocurra en la zona del euro. A pesar de esta nueva capacidad de resistencia, la región podría verse rápidamente abrumada por un deterioro de la crisis en la zona del euro. Esto subraya la necesidad de seguir recomponiendo los márgenes de política y de prepararse mejor para afrontar las crisis. ■

Bas B. Bakker es Asesor y Christoph Klingen es Subjefe, ambos en el Departamento de Europa del FMI.



 **COLUMBIA | SIPA**
School of International and Public Affairs

PROGRAM IN ECONOMIC POLICY MANAGEMENT (PEPM)

Confront global economic challenges with the world's leading economists, policymakers, and expert practitioners, including Jagdish Bhagwati, Guillermo Calvo, Robert Mundell, Arvind Panagariya, and many others.

A 14-month mid-career Master of Public Administration focusing on:

- rigorous graduate training in micro- and macroeconomics
- emphasis on the policy issues faced by developing economies
- option to focus on Economic Policy Management or International Energy Management
- tailored seminar series on inflation targeting, international finance, and financial crises
- three-month capstone internship at the World Bank, IMF, or other public or private sector institution

The 2013-2014 program begins in July of 2013. Applications are due by January 1, 2013.

pepm@columbia.edu | 212-854-6982; 212-854-5935 (fax) | www.sipa.columbia.edu/academics/degree_programs/pepm
To learn more about SIPA, please visit: www.sipa.columbia.edu