

Adiós a la aureola

Para muchos países de Europa central y oriental es difícil adaptarse a la nueva realidad económica

Martin Čihák y Srobona Mitra

DURANTE un tiempo, la fortuna les sonrió a los países de Europa central y oriental que entraron en los últimos años a la Unión Europea (UE). La adhesión a la UE estimuló la integración económica y financiera y se tradujo en un crecimiento económico rápido y grandes entradas de capital. También creó un “efecto aureola” que en algunos casos abarató el crédito extranjero pese a crecientes vulnerabilidades.

Pero la buena fortuna no duró. En ciertos países, la resiliencia inicial ante la turbulencia financiera mundial se vio afectada por trastornos profundos. Cuando la crisis internacional se desató en 2007, las economías emergentes europeas parecían inmunes porque no estaban expuestas directamente a las hipotecas estadounidenses de poca calidad. Pero a medida que empeoró la situación en 2008, la exportación disminuyó y las entradas de capital prácticamente se desvanecieron en algunos países. Lamentablemente, la integración económica y financiera que había hecho posible la convergencia de las economías emergentes hacia las avanzadas en Europa antes de la crisis hizo a estas economías más vulnerables después.

Hoy, no solo deben superar la crisis sino también defender los logros de los últimos años. Deben instituir políticas más prudentes y marcos más sólidos, sobre todo con respecto a la política fiscal y la supervisión financiera, y hacerlo en medio de un ambiente económico mundial mucho menos propicio. Lo bueno es que, gracias a su flexibilidad, quizá puedan adaptarse más rápido que sus vecinos más avanzados.

Convergencia rápida

La adhesión de ocho Estados —Eslovenia, Estonia, Hungría, Letonia, Lituania, Polonia, la República Checa y la República Eslovaca— en 2004 fue la ampliación más grande de la UE en población (19%) y superficie (22%), aunque representó un aumento más pequeño en términos del producto económico (9%). Otros dos ex integrantes del bloque soviético, Rumania y Bulgaria, ingresaron en 2007. Para todos, se trató de un hito histórico en su transformación en economías de mercado.

Gracias a una integración económica más fuerte y a reformas fructíferas, el crecimiento de estos países superó los niveles previstos, según sus fundamentos económicos, en 1% en pro-



medio (gráfico 1). Eso les permitió incrementar su cuota del producto económico mundial. El acceso más amplio a los mercados occidentales condujo a un veloz aumento de la exportación y la mayor disponibilidad de financiamiento externo estimuló el consumo.

El ingreso a la UE fue especialmente favorable para Eslovenia y la República Eslovaca, que lograron cumplir todos los criterios de Maastricht y entrar en la zona del euro. Eslovenia fue el primero en adoptar el euro, en enero de 2007. Su ingreso per cápita —el más alto entre los nuevos miembros— alcanzó un 80% del promedio de la UE en 2006, es decir, igual a Grecia y por encima de Portugal. La República Eslovaca, el último país en entrar en la zona del euro en enero de 2009, ha sido una de las economías más dinámicas entre los nuevos miembros, con un crecimiento alimentado por la productividad y la exportación, considerada junto con Eslovenia y la República Checa, una economía avanzada, no emergente.

Los tiempos cambian

El éxito relativo de la estabilización y la reforma económica, sumado al ingreso a la UE, parece haber contribuido a una rápida convergencia de las tasas de interés de los nuevos miembros, aunque también contribuyó lo favorable de las condiciones económicas mundiales: tasas de interés bajas, liquidez generosa y renovado interés de los inversionistas en los mercados emergentes. El resultado fueron gigantescas entradas de capital en forma de préstamos bancarios e inversión directa y de cartera.

Hoy, la participación extranjera en la banca de las economías emergentes de Europa supera los niveles registrados en las economías avanzadas europeas y en otros mercados emergentes. Esta participación corresponde a un pequeño grupo de bancos con sede en economías avanzadas europeas, principalmente adquiriendo instituciones recién privatizadas, el cual controla gran parte de los activos bancarios en los nuevos Estados miembros (gráfico 2). Aunque el acceso potencial de esos bancos extranjeros al capital de sus casas matrices constituía un atractivo para otros inversionistas extranjeros en la región, no está claro si esa situación se mantendrá.

La llegada de capitales bancarios estuvo acompañada de un rápido crecimiento del crédito, pero de intensidad desapareja:



en los tres Estados bálticos superó por lejos los niveles de países comparables, mientras que en la mayoría de los demás estuvo más o menos acorde con el grado de desarrollo financiero. Esta expansión crediticia también condujo a una profundización financiera sustancial en los nuevos Estados miembros.

Recalentamiento de los motores

Sin embargo, la integración más estrecha y las grandes afluencias de capital generaron nuevas vulnerabilidades. Los capitales contribuyeron a niveles elevados de deuda externa y a déficits en cuenta corriente excesivos en varios casos (gráfico 3). El rápido crecimiento del crédito generó temor al recalentamiento debido al aumento de la inflación y de los déficits en cuenta corriente,

así como la formación de burbujas en los mercados de la vivienda. Los riesgos de los balances eran especialmente preocupantes en los países donde los particulares y las empresas se estaban endeudando en euros y otras monedas extranjeras (sobre todo francos suizos y yenes). De hecho, el porcentaje de préstamos en moneda extranjera en la mayoría de los nuevos Estados miembros superaba los niveles de las economías emergentes de Europa occidental, América Latina y Asia oriental. Este descalce de divisas agudizó la vulnerabilidad del sector privado ante una depreciación cambiaria y el riesgo crediticio de los bancos.

La mayor integración financiera también dejó a las economías emergentes europeas más expuestas a riesgos originados en otras regiones. Los vínculos que habían impulsado el crecimiento también podían exacerbar una desaceleración. Y aunque las exposiciones transfronterizas de los bancos internacionales —principalmente de economías avanzadas europeas— promovieron la intermediación financiera, también abrieron nuevas vías de contagio.

Adiós a la aureola

Pese a los crecientes déficits en cuenta corriente y los elevados niveles de deuda pública, los mercados parecen haber subes-

timado los riesgos y mantenido sus exposiciones a las economías de Europa central y oriental, presumiendo que la UE probablemente las rescataría en caso de crisis. Como consecuencia, la prima por riesgo-país resultó excesivamente baja, lo que se denomina “efecto aureola”. De hecho, los mercados valoraban los activos soberanos de los nuevos Estados miembros unos 50–100 puntos básicos por debajo del nivel que justificaban los fundamentos macroeconómicos estándar.

Todo cambió al estallar la crisis financiera mundial: el efecto aureola se desvaneció (gráfico 4) y las diferencias entre los flamantes miembros de la UE quedaron a la vista. A fines de 2008, la crisis se propagó violentamente entre las economías emergentes de Europa como consecuencia de la caída de la exportación a los países avanzados y la drástica disminución de las entradas de capital. El encarecimiento del financiamiento para todos los prestatarios soberanos y el recorte del acceso fueron brutales. Aunque los países que más se habían adherido a los criterios de Maastricht vieron crecer menos los diferenciales, ninguno estuvo completamente a salvo.

La crisis puso bajo la lupa los desequilibrios externos y el recalentamiento de las economías de la UE. El informe regional del FMI de mayo de 2009 muestra que los países con un nivel más alto de inflación, déficit en cuenta corriente y afluencia de capitales bancarios fueron los más golpeados. En otras palabras, desde el punto de vista del impacto inicial de la crisis en cada país, el riesgo de una interrupción repentina de las entradas de capital era tanto o más importante que la adhesión a los criterios de Maastricht.

Fuerte desaceleración

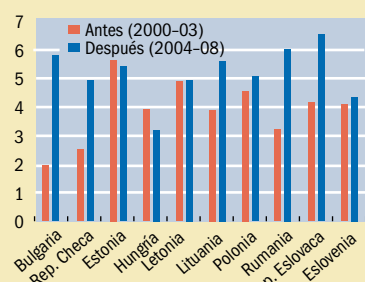
La crisis financiera produjo una fuerte desaceleración de todos los mercados emergentes, a la que no escaparon los de Europa. En la edición de abril de 2009 de *Perspectivas de la economía mundial*, el FMI pronosticó una contracción de casi 3% para este grupo en 2009. Las vulnerabilidades de los nuevos miembros de la UE están exacerbadas por las vinculaciones macrofinancieras, ya que la disminución del crecimiento del ingreso, la inestabilidad de las tasas de interés y los tipos de cambio, y las correcciones de los precios de los activos repercuten en el sector financiero. La

Gráfico 1

Impulso al crecimiento

El ingreso a la UE puso en marcha una rápida convergencia del crecimiento en Europa central y oriental.

(PIB, variación porcentual anual promedio)



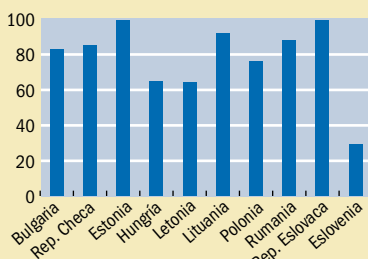
Fuente: Čihák y Fonteyne, 2009.

Gráfico 2

Participación mayoritaria

Gran parte de la banca de Europa central y oriental está en manos de instituciones de Europa occidental.

(Porcentaje de activos en manos de bancos de propiedad extranjera, 2007)



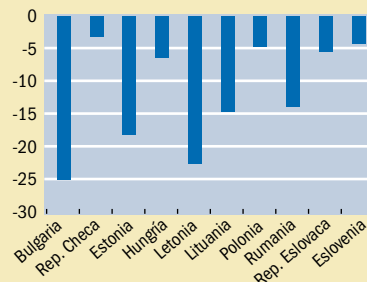
Fuente: Banco Europeo de Reconstrucción y Desarrollo.

Gráfico 3

Fuertes desequilibrios

Muchos nuevos Estados miembros incurrieron en sustanciales déficits en cuenta corriente.

(Porcentaje del PIB, 2007)



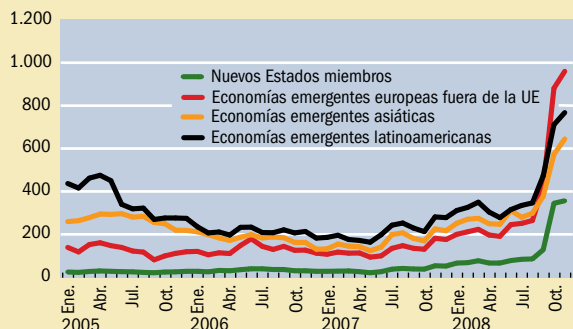
Fuente: FMI, base de datos de *Perspectivas de la economía mundial*.

Gráfico 4

Adiós a la aureola

Los diferenciales de los bonos soberanos de Europa central y oriental están aumentando, como sucede en otros mercados emergentes.

(Puntos básicos)



Fuentes: Bloomberg L.P. y cálculos del personal técnico del FMI.
Nota: Diferenciales en euros para los nuevos Estados miembros y las economías emergentes europeas fuera de la UE; en dólares para los demás.

respuesta de estos países fue cambiar de dirección en el ámbito de la política monetaria y cambiaria, financiera y fiscal.

Las monedas locales parecen cada vez más vulnerables y los gobiernos no pueden —por razones de costo u otros motivos— tomar préstamos en los mercados financieros para financiar el déficit presupuestario. Sin embargo, la adhesión a la UE brinda ciertas ventajas durante la crisis. Una de ellas es el apoyo que la UE les presta a las balanzas de pagos; otra son los acuerdos de recompra establecidos por el Banco Central Europeo con algunos de los nuevos miembros. Hungría, Letonia y Rumania les solicitaron respaldo financiero a la Unión Europea y al FMI; Polonia, por su parte, solicitó acceso a la Línea de Crédito Flexible del FMI, un nuevo servicio pensado para las economías con una sólida trayectoria económica.

Mayor fortaleza y agilidad

Cabe preguntarse si los nuevos miembros de la UE saldrán de la crisis más fuertes que antes. En ciertos aspectos, sus economías son más flexibles que las de los países avanzados de Europa y eso quizá les permita adaptarse con más facilidad.

La crisis resaltó la importancia de tener políticas sólidas, y la adopción de marcos a nivel de la UE parece haber contribuido a la solidez de las políticas macroeconómicas y estructurales. La diferencia se nota más en el ámbito de las políticas macroeconómicas, ya que los criterios de Maastricht y el Pacto de Estabilidad y Crecimiento sirven de anclas de la política monetaria y fiscal.

La agenda de Lisboa —la estrategia de la UE para promover el crecimiento y el empleo— también parece haber tenido cierto impacto en los nuevos Estados miembros. Los miembros más pequeños de la UE y los que exhiben mejor desempeño fiscal son los que más avanzaron hacia la reforma estructural. Comparadas con sus vecinos avanzados, en las economías emergentes de Europa la protección laboral es menos restrictiva, los sueldos mínimos más bajos, las negociaciones colectivas menos centralizadas y las prestaciones por desempleo menos generosas.

Aun así, la disparidad de resultados entre un nuevo miembro y otro muestra lo críticas que son las políticas internas para el desempeño económico. La crisis amplificó las percepciones del mercado en cuanto a las diferencias entre países y condujo a una revaloración de los riesgos de cada uno, reflejada en una dispersión más amplia de los diferenciales soberanos.

La salud financiera de los nuevos miembros de la UE es desigual. Sus sistemas bancarios por el momento resisten bien, sin quiebras sistémicas ni pérdidas generalizadas de confianza de los depositantes. Pero las perspectivas no son alentadoras. Las moras crediticias seguramente aumentarán a medida que las monedas locales se desvaloren y las economías se contraigan. Los bancos tendrán que recortar el crédito porque no constituyeron reservas para las malas épocas. Los hogares no podrán obtener préstamos de los bancos justo en el momento en que los precios de la vivienda están en retroceso y las dificultades económicas están comprimiendo los ingresos. El consumo de los hogares, que promedia 60% del PIB, sin duda se resentirá.

¿Qué hacer? La crisis gira en torno al sector bancario, y en él radica la clave de la recuperación.

- Es necesario respaldar el crédito, por ejemplo a través de una recapitalización anticipada de los bancos viables. Como en su mayoría se trata de instituciones extranjeras, sería inútil intentar una recapitalización sin la cooperación estrecha de los supervisores de las casas matrices.

- Hay margen sustancial para imprimirle más eficacia a la supervisión financiera nacional al amparo de marcos ya vigentes. Por ejemplo, se podrían imponer requisitos de capitalización más estrictos a los bancos más débiles de acuerdo con los principios de Basilea II y adoptar políticas preventivas de constitución de reservas para pérdidas crediticias.

- Los nuevos miembros de la UE deben defender los avances logrados en sus marcos de política financiera y afianzarlos estrechando la cooperación transfronteriza entre bancos centrales, supervisores y ministerios de Hacienda.

- Se deben intensificar las reformas estructurales para impedir que caigan la productividad y el crecimiento a largo plazo. El fortalecimiento de las instituciones a cargo de las políticas terminará reduciendo las vulnerabilidades derivadas de una mayor integración financiera.

Por todas estas razones, es fundamental la cooperación estrecha entre las economías emergentes y avanzadas de Europa. La crisis representa una oportunidad para consolidar los vínculos políticos, económicos y financieros de la región. Pero aunque los sólidos marcos de la UE pueden servir de valiosos puntales, las políticas que adopte cada país serán, en última instancia, lo que determine con cuánta celeridad las economías emergentes de Europa podrán dejar atrás la crisis más grave desde la Gran Depresión. ■

Martin Čihák y Srobona Mitra son, respectivamente, Economista Principal y Economista del Departamento de Europa del FMI.

Referencia:

Čihák, Martin y Wim Fonteyne, 2009, "Five Years After: European Union Membership and Macro-Financial Stability in the New Member States", IMF Working Paper 09/68 (Washington: Fondo Monetario Internacional).