

Europa del Este: un foco de inestabilidad muy significativo

Álvaro Francisco Lissón Aguiar
Pablo Guijarro Segado*

Entrada

La profunda recesión que atraviesa Letonia y los problemas de colocación de su deuda en el mercado primario han reavivado los temores del mercado acerca de la sostenibilidad del anclaje de la divisa letona (LVL) con el euro. Analizamos los principales elementos de riesgo que se encuentran presentes en Europa del Este y la potencial implicación sobre el sistema financiero europeo.

Introducción: el entorno de las economías emergentes

Desde la quiebra de Lehman Brothers en septiembre del año pasado y el posterior episodio de fuerte riesgo sistémico que puso sobre la mesa la necesidad de actuar con premura y de forma coordinada, los gobiernos han acudido al rescate del sistema financiero y de sus economías para evitar una situación de bloqueo indefinido de los mercados. En los últimos meses hemos asistido a una reorientación progresiva de las políticas de actuación, en un primer momento encaminadas a recapitalizar las entidades financieras en problemas, y luego orientadas a reducir la presión sobre el activo de sus balances. Estas medidas, que han venido reforzadas con amplios paquetes de estímulo fiscal, especialmente cuantiosos en EEUU, y de bajadas agresivas de tipos de interés en las principales economías desarrolladas, para tratar de aliviar el impacto de la restricción crediticia sobre el crecimiento económico, han logrado menguar el tensionamiento en

los mercados de financiación y limitar el deterioro de las bases de crecimiento.

Uno de los elementos que han generado una mayor actividad analítica en los últimos meses es la capacidad de resistencia de las economías emergentes. En este sentido, la secuencia del traslado de la crisis a las economías emergentes bien podría replicar el siguiente esquema:

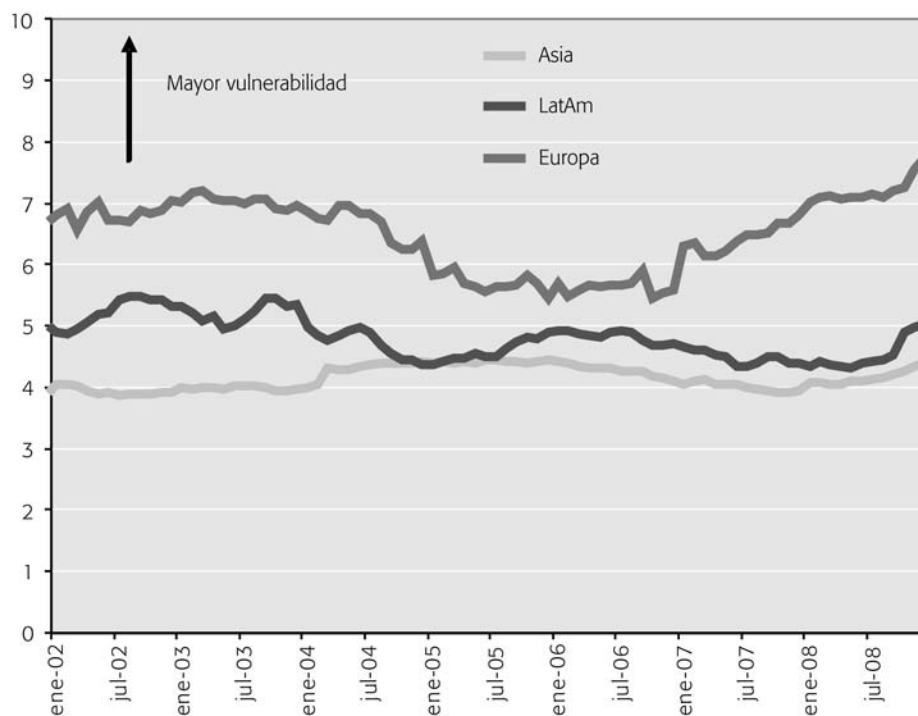
- Crisis financiera derivada del cierre de los mercados de financiación mayorista y de la restricción crediticia en los países desarrollados
- Crisis internacional por el hundimiento de los flujos comerciales
- Crisis doméstica, por determinar su alcance; todos los países emergentes, en mayor o menor medida, han puesto en marcha medidas de estímulo monetario y fiscal para contrarrestar la caída de la demanda interna y externa.

El patrón no es, en todo caso, similar en todas las economías. Es cierto que en la última década los países emergentes se han fortalecido y han llevado a cabo un saneamiento de sus posiciones fiscales y exteriores que les han permitido soportar mejor las embestidas financieras recientes. En cualquier caso, el análisis no puede hacerse de forma global, puesto que las regiones emergentes no son homogéneas y con ello, su reacción a la crisis también reviste profundas diferencias. A partir de los índices AFI de vulnerabilidad, podemos encontrar un primer punto de partida para este breve análisis que sirve de introducción al análisis más enfocado a los problemas que acucian a Europa del Este.

* Departamento de Análisis Económico y de Mercados. Analistas Financieros Internacionales (AFI).

Gráfico 1

ÍNDICES AFI DE VULNERABILIDAD POR REGIONES EMERGENTES



Los índices AFI de vulnerabilidad (gráfico 1) se construyen tomando en consideración distintos elementos estructurales como son la posición de las cuentas públicas, las necesidades de financiación de más corto plazo, la cobertura otorgada por las reservas y la posición por cuenta corriente entre otras variables. A partir de la construcción de este indicador nos encontramos con que, al inicio de la crisis y durante todo su desarrollo, Asia ha sido la región “mejor posicionada” para soportar la tormenta financiera, seguida de América Latina y por último, y en peor posición, Europa del Este.

Este análisis ilustra un aspecto muy relevante: la crisis internacional era inevitable para las economías emergentes en la medida en la que nos encontramos ante el mayor hundimiento registrado en el comercio internacional en los últimos 80 años. Este elemento, sin embargo, no es el verdadero condicionante de la recuperación posterior, puesto que las menores necesidades de financiación y la salud del sistema financiero de Asia y Latinoamérica permiten sentar las bases para una recuperación más sólida. En el caso de Europa del Este, su posición exterior deficitaria y la dependencia del crédito bancario suponen factores que, por una parte, contribuyen a acentuar la debilidad del crecimiento y, en segundo lugar, condicionan la capacidad de crecimiento futura. Si en las economías desarro-

lladas hemos de asistir a un proceso de desapalancamiento, esta reducción de la deuda también ha de darse en Europa del Este, circunstancia que provocará una capacidad de crecimiento inferior en los próximos años.

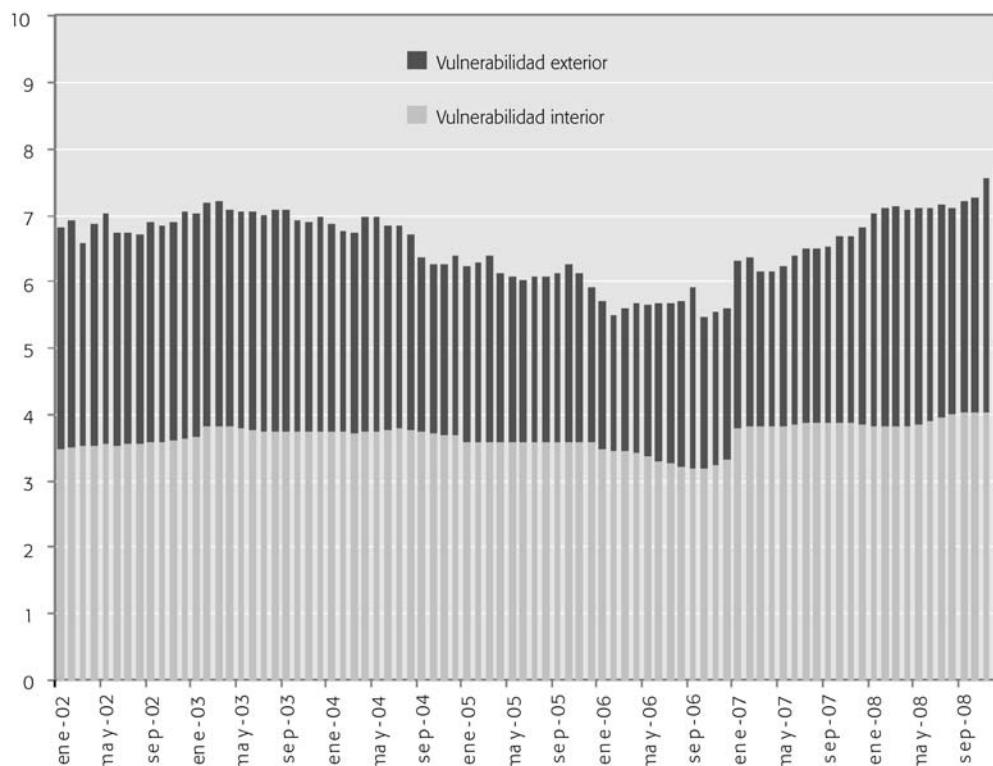
Europa del Este: el camino hasta la actualidad

De la evolución del crecimiento de las economías emergentes en los últimos diez años surgen aspectos interesantes que permiten contextualizar los riesgos actuales a los que se enfrenta la región oriental de Europa. Así, la economía registró hasta 2008 un crecimiento del 6 por 100, inferior al asiático (9 por 100) pero superior al de Latinoamérica. Este crecimiento se gestó en un dinamismo del sector exterior asociado al crecimiento de los socios comerciales de la región, fundamentalmente europeos, y al crecimiento de la demanda interna, en la que el sector de la construcción (tal y como ha sucedido en España, Reino Unido o EEUU) ha jugado un papel clave.

En el análisis de vulnerabilidades descrito en la introducción del artículo hay dos variables que, en el contexto

Gráfico 2

ÍNDICE AFI DE VULNERABILIDAD EN EUROPA DEL ESTE. DESCOMPOSICIÓN DEL ÍNDICE EN FUNCIÓN DE LA VULNERABILIDAD DE VARIABLES EXTERNAS E INTERNAS



actual, resultan determinantes: (i) la importancia del sector exterior y (ii) la importancia relativa del crédito al sector privado sobre el PIB (gráfico 2).

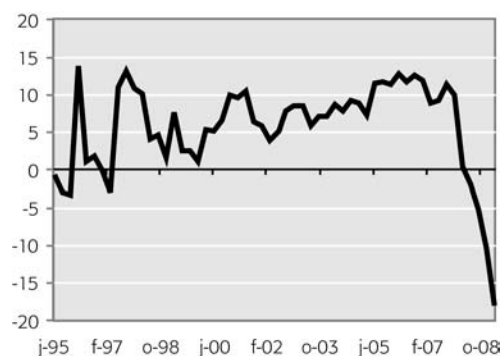
En el primer caso, el peso de las exportaciones sobre el total del PIB de la región se aproxima al 40 por 100, por debajo del correspondiente a Asia más del 50 por 100), pero superior al latinoamericano (ligeramente por encima del 20 por 100). En el segundo aspecto, la importancia relativa del crédito a los hogares sobre el PIB establece diferencias tal vez mucho más significativas: el crédito representa en la región un 45 por 100 del PIB (frente a un 25 por 100 en Latinoamérica y un 100 por 100 en Asia). Adicionalmente, este crédito se ha financiado no tanto apelando a fuentes de financiación minorista, sino a los mercados interbancarios.

Como podemos observar en el gráfico 3, el crecimiento de la región ha traído consigo una tendencia que se opone a la observada en el resto de países emergentes: un incremento del endeudamiento exterior y del déficit por cuenta corriente, que ha llegado a rebasar en 2008 el 8 por 100 del PIB. Estas cifras, ya de por sí ilustrativas, ad-

quieran mayor significación al analizar la composición de la estructura de financiación por cuenta corriente: en la parte central de la década el principal componente era la inversión extranjera directa; con el paso del tiempo, la in-

Gráfico 3

CRECIMIENTO INTERANUAL DEL PIB EN LETONIA



versión en cartera se convirtió en la principal fuente de financiación, hasta que, en la última fase del ciclo expansivo, fue el préstamo interbancario el principal recurso.

El último período de la crisis ha sido especialmente traumático para la región, por su aspecto económico y financiero. De modo que, para Europa del Este, el esquema de la crisis descrito en la primera parte del artículo, es plenamente aplicable. No está del todo claro que se haya superado la primera fase, puesto que, como veremos a continuación, existen importantes puntos de vulnerabilidad que gestionar de cara a limitar su efecto sobre la economía de la región y del área euro, y por lo tanto, el aspecto puramente doméstico de la crisis es posible que no se haya cerrado en su totalidad.

Una breve aproximación a los países con régimen de tipo de cambio fijo

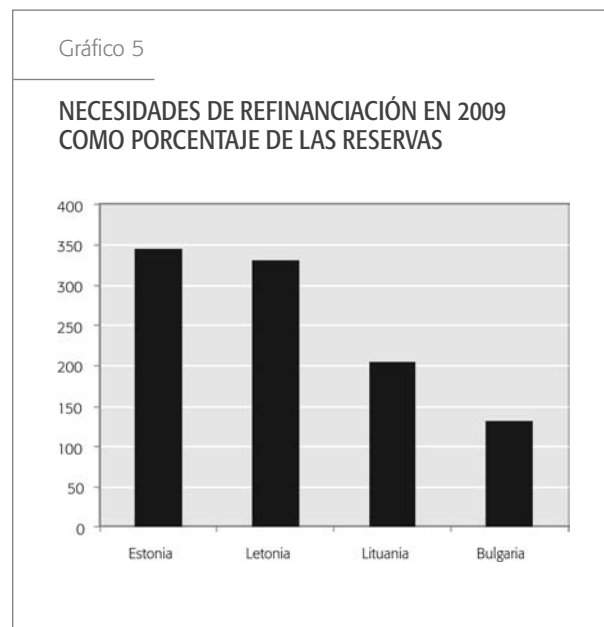
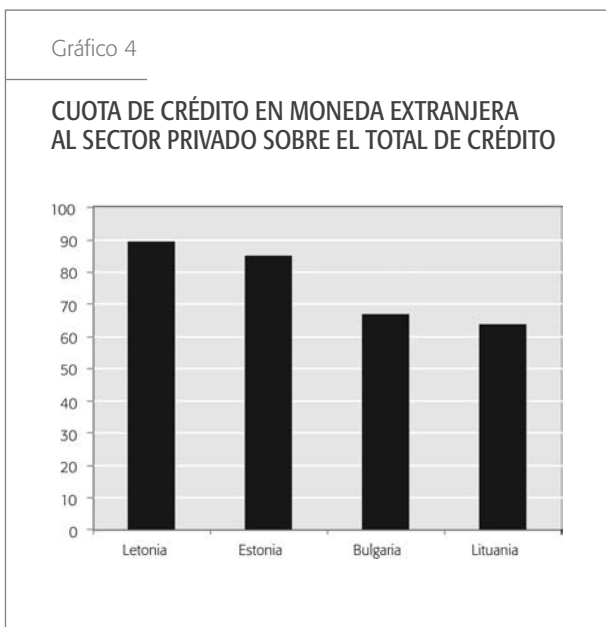
La debilidad del crecimiento en la región de Europa Oriental ha motivado un deterioro de la morosidad que, en economías tan endeudadas, está presionando los resultados de las entidades financieras. Además, el déficit por cuenta corriente característico de estos países lleva aparejado un incremento de la presión depreciadora sobre sus divisas. El problema está no tanto en las economías con un régimen de tipo de cambio flexible (caso de Polonia, Hungría o República Checa), sino en aquellas que, a día de hoy, mantienen sus divisas ancladas al euro. En este punto, estudiaremos los problemas que acucian a las economías bálticas y en concreto a Letonia.

Letonia mantiene un régimen de tipo de cambio fijo frente al euro. Su nivel central se sitúa en 0,7028 LVL/EUR, y tiene un margen de fluctuación de +/-1 por 100. Es esta variable la que centra la atención de los mercados, por las implicaciones que una devaluación puede tener sobre una economía endeudada en gran medida en moneda extranjera (principalmente euros), así como otros países con régimen de tipo de cambio fijo (Lituania, Estonia y Bulgaria).

La credibilidad de un régimen de tipo de cambio fijo depende de cómo perciba el mercado el equilibrio entre los beneficios y los costes de mantenerlo frente a la opción de la devaluación. El agravamiento de la recesión deteriora las finanzas públicas y acentúa el cierre de los mercados de capitales exteriores, una circunstancia que ha venido acentuada por la crisis financiera internacional. Estos elementos provocan un incremento del coste neto de mantener el régimen cambiario.

Los países bálticos apostaron en su día por regímenes de tipo de cambio fijo (*currency boards*) para acelerar su estrategia de convergencia y adoptar el euro cuanto antes. Este objetivo no se cumplió (en algunos casos, por muy poca distancia, como en el caso de Lituania, que sólo se vio excluida por el criterio de inflación). En la situación de crisis actual, las expectativas de adopción del euro se han visto retrasadas, por lo que el coste y el riesgo de la estrategia de *currency board* se ha incrementado de forma dramática.

El principal factor de vulnerabilidad de los países bálticos reside en la denominación en euros de buena parte de los créditos (gráfico 4). En el caso de Letonia, los créditos



en moneda extranjera representan el 90 por 100 del total (los créditos en euros representan el 72 por 100), una cuota muy superior a la observada en Argentina en 2001 (73 por 100). Las necesidades de refinanciación en 2009 superan además en más de 3 veces sus reservas (gráfico 5), un porcentaje sólo superado por Estonia (350 por 100). Su deuda externa supone un 114 por 100 del PIB.

Una devaluación en Letonia pueden tener un efecto de arrastre hacia otros países de la región con tipo de cambio fijo: Lituania, Estonia y Bulgaria. El bloque formado por Europa Central (Polonia, Hungría (gráficos 4 y 5), República Checa) pueden verse afectados, pero la flexibilidad de sus tipos de cambio les proporciona más capacidad de ajuste. En este sentido, estas divisas habían registrado ya un importante ajuste en términos de tipo de cambio efectivo real durante los últimos meses de 2008 (en el caso de Polonia, superior al 20 por 100), lo que ha permitido el inicio del ajuste de sus balanzas por cuenta corriente, menos deterioradas que en la región báltica.

En este contexto, los apoyos de las instituciones internacionales resultan fundamentales, un elemento que ya quedó de manifiesto con la firma de los acuerdos del G-20 encaminados a incrementar el apoyo a países en dificultades a través del FMI. El Fondo y la UE han desarrollado un paquete de ayuda por valor de 7.500 millones de EUR, un

programa que sigue a los otorgados a Rumanía, Hungría y Ucrania en los últimos meses. La cuestión, una vez aliviadas las tensiones presentes, es determinar hasta qué punto Letonia puede seguir dependiendo de la financiación oficial, máxime cuando el déficit público podría superar el 12 por 100 del PIB en 2009 y existen pocos visos de corrección en los próximos años.

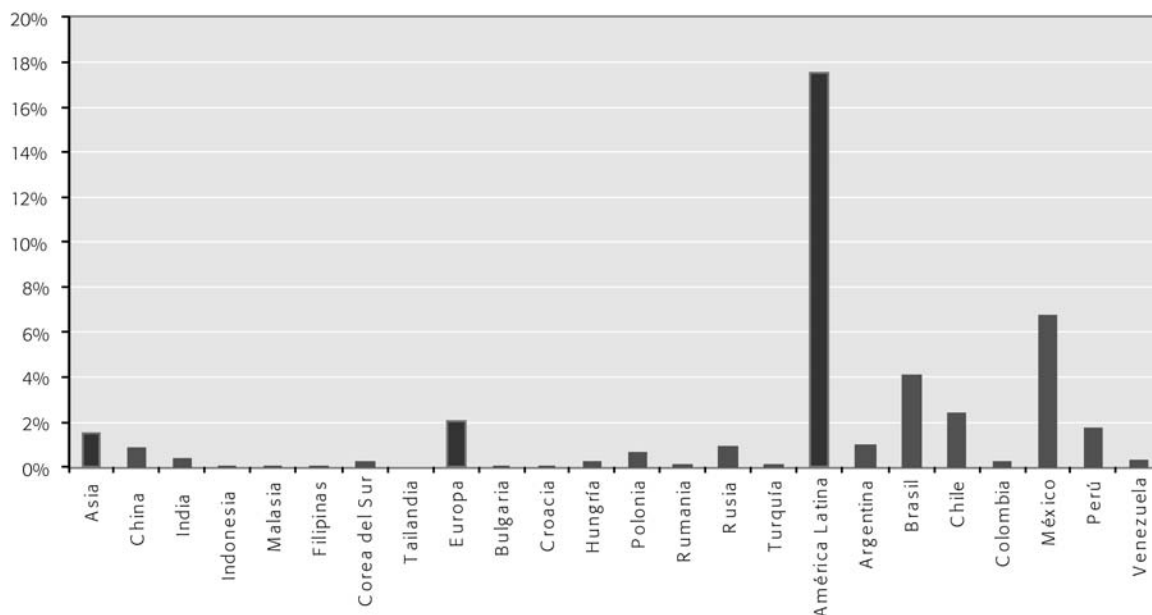
La adopción del euro en el momento actual constituiría una huída hacia delante basada en una relajación de los criterios de admisión difícilmente aceptable por parte del BCE y de la Comisión Europea; entre otros, supondría la ruptura del principio de equidad, que ha dominado todas las decisiones de admisión del pasado. Otra posibilidad es la adopción unilateral del EUR (que contaría con el precedente de Montenegro), pero esta estrategia, aunque factible, ha sido frontalmente rechazada por el BCE.

Impactos potenciales: sistema financiero europeo y euro

A la hora de valorar los impactos potenciales de una situación de inestabilidad como la que se ha gestado en Europa del Este, el primer punto de atención es el sector bancario de Europa Occidental. La preocupación es mayor

Gráfico 6

PORCENTAJE DE CRÉDITO CONCEDIDO SOBRE EL TOTAL DE LAS ENTIDADES FINANCIERAS ESPAÑOLAS A PAÍSES EMERGENTES



si pensamos en términos de la posibilidad de una devaluación en cualquiera de estas economías.

En el apartado 2 hemos descrito la evolución de la posición por cuenta corriente y de cómo se ha financiado el déficit exterior de los países de Europa oriental. El sistema financiero de Europa Occidental ha jugado un papel clave. Los bancos de Alemania, Italia, Austria, Suecia y Suiza tenían un saldo vivo de crédito concedido a la región cercano a los 2 billones de USD a cierre de 2008. Si observamos el crecimiento de la morosidad en la región, podemos comprender que la presión para estas entidades en un contexto de pérdidas generalizadas asociadas a inversión en activos financieros y también en inversión crediticia, se ha incrementado aún más a tenor de la debilidad de la región.

Pero es que, además de la exposición a través de la financiación concedida, el riesgo viene incrementado por la elevada participación de entidades financieras no residentes en los sistemas financieros locales. Así, en el caso de los países bálticos, más del 80 por 100 de los activos del sistema financiero está en manos de entidades no residentes, en su mayor parte de Europa Occidental. Morosidad y riesgo de devaluación han desatado todas las alarmas en un momento en el que la prudencia se impone en la gestión de las entidades tras los episodios de 2008.

¿Un problema también para España? En este caso, no, puesto que como se puede observar en el gráfico 6, concentran la mayor parte de sus inversiones en países emergentes en la región de América Latina. Aproximadamente un 22 por 100 del total de crédito concedido por entidades financieras españolas ha sido destinado a emergentes, de los que casi un 18 por 100 se corresponden con inversiones en Latinoamérica (principalmente en Brasil y México). El resto se distribuye de forma equitativa entre las economías emergentes asiáticas y europeas.

La reducida tasa de penetración de la banca española en los sistemas financieros de los países emergentes de Europa supone un aspecto muy positivo en un contexto como el actual, teniendo en cuenta los riesgos a los que se enfrentan aquellos sistemas financieros con mayor exposición a estos países.

El segundo impacto, no menos importante, hace referencia al euro, como divisa de referencia de los *currency boards* de Europa Oriental. Los impactos negativos provendrían, fundamentalmente, de la filtración de la inestabilidad al sistema financiero de Europa Occidental (Austria, Alemania e Italia son los países más expuestos en términos absolutos), y en segundo lugar, del incremento de re-

ursos públicos para garantizar la estabilidad de la región (asumidos por la UE, con el apoyo del FMI).

Conclusión

La estabilidad de las economías emergentes no ha sido un punto de preocupación en la actual crisis financiera, en la medida en la que los riesgos, en esta ocasión, son de carácter más cíclico que estructural. Este no es el caso de Europa del Este, cuyos fundamentos macroeconómicos son muy débiles y han provocado importantes tensiones en los mercados financieros de la región y del Área euro.

El G-20, cuyos países miembros representan el 80 por 100 del PIB mundial, se reunía el 2 abril en Londres con un doble propósito: dar un nuevo impulso a las medidas de apoyo económico-financiero a nivel internacional y sobre todo, no defraudar. Garantizar la estabilidad del sistema financiero y relanzar la economía mundial fueron los ejes centrales de la cumbre que, sin embargo, vino precedida de un debate acerca de la necesidad de focalizar la atención en plantear medidas de reforma en la regulación del sistema financiero o concentrar los esfuerzos en intentar paliar la caída de la actividad vía planes de estímulo fiscal.

Pero, sin duda, uno de los elementos claves de la cumbre ha sido la mano tendida a las economías emergentes, al reforzar el papel de las instituciones internacionales vía mayor dotación de recursos. En la parte final de 2008, todas las reuniones de organismos internacionales concluyeron con el compromiso de no consentir la caída de ninguna otra entidad financiera de elevado riesgo sistémico, como había sido "el caso Lehman". En esta ocasión, el ejercicio de responsabilidad residía en demostrar la predisposición a evitar una situación crítica en países que, bien por su dependencia del comercio internacional o de los flujos de financiación exterior, pueden verse en dificultades. De esta forma, el FMI se convierte en una institución central dentro del mapa económico y financiero mundial, y agente clave para gestionar los efectos secundarios de la crisis actual.

Los acontecimientos que están teniendo lugar en Europa del Este ponen de manifiesto la necesidad de contar con estos apoyos internacionales para evitar nuevos procesos de contagio a las entidades financieras y sobre todo, evitar episodios de riesgo sistémico similares al observado tras la caída de Lehman Brothers. La adopción rápida del euro en algunos países de la región se ha barajado como opción, aunque supondría una huída hacia delante difícil-

mente aceptable por las instituciones europeas, en la medida en la que rompería con el principio de equidad que ha regido todas las decisiones de ampliación de la Unión Económica y Monetaria y que además cuenta con el rechazo frontal del BCE.

Sea como fuere, la estabilidad de la región es clave para el Área euro, por la elevada exposición entidades financieras como las alemanas, suecas o austríacas tienen en la región. La voluntad de colaboración no se ha resquebrajado hasta el momento y permite pensar en un compromiso tácito encaminado a evitar nuevos episodios de tensión en los mercados financieros.

Bibliografía

- Analistas Financieros Internacionales (2009): *Europa del Este: vulnerabilidades manifiestas en un contexto de desaceleración global*.
- Analistas Financieros Internacionales (2009): *Riesgo de devaluación en Letonia. Principales implicaciones*.
- FMI (2009): *Competitiveness in Central-Europe: What has happened since EU Accession?* Working Paper No. 09/121.
- FMI (2009): *Financial Spillovers to Emerging Markets during the Global Financial Crisis*. Working Paper No. 09/104.
- FMI (2009): *Foreign Banks in the CESE Countries: In for a Penny, in for a Pound?* Working Paper No. 09/54.