

EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y FINANCIERA RECIENTE EN LOS PAÍSES CANDIDATOS A LA UE

ARTÍCULOS

Evolución económica y financiera reciente en los países candidatos a la UE

En vista de los avances realizados en las perspectivas de adhesión de varios países candidatos, se considera, en el presente artículo, la evolución económica y financiera reciente de esos países y se perfilan los desafíos que aún se les plantean en el camino a la plena pertenencia a la UE. Aunque el crecimiento económico en estos países era, en general, robusto antes de la recesión mundial de 2009, tendió a asociarse con un aumento de los desequilibrios externos e internos, que resultó insostenible ante una perturbación externa de la magnitud de la crisis económica mundial. El agotamiento de la financiación externa tras la quiebra de Lehman Brothers también sacó a la luz otros factores de vulnerabilidad que padecían desde hacía tiempo los países candidatos y que no se habían abordado en el contexto de la rápida expansión financiera que precedió a la crisis. Las medidas de política adoptadas para hacer frente a la crisis estuvieron condicionadas por los marcos de política monetaria y los regímenes cambiarios elegidos por las respectivas autoridades. La reciente crisis, sumada a las turbulencias que aún se observan en algunos países de la zona del euro, viene a recordar la necesidad de perseverar en las medidas de política para lograr una convergencia sostenible y duradera. Al respecto, tanto la pertenencia a la UE como la eventual adopción del euro deberían considerarse como un medio para la consecución de un fin —a saber, una auténtica convergencia, estabilidad y prosperidad— más que como objetivos en sí mismos.

I INTRODUCCIÓN

El 1 de julio de 2013, Croacia se convertirá en el Estado miembro número 28 de la UE, lo que representa la décima séptima ampliación en la historia de la UE y la primera desde 2007. Varios países están ya en camino de convertirse formalmente en miembros de la UE, siempre y cuando cumplan debidamente los requisitos establecidos (los «países candidatos», a los que se dedica principalmente este artículo), o al menos se les ha ofrecido explícitamente la posibilidad de adherirse a la UE (los «posibles países candidatos», a los que se considera de forma selectiva a los efectos del presente artículo¹).

Además de la adhesión de Croacia prevista para 2013, en los últimos años se han producido numerosos cambios en la situación institucional de varios países, habiendo sido algunos de ellos formalmente «ascendidos» a la categoría de país candidato (después de haber sido considerados como posibles candidatos); otros comenzaron formalmente las negociaciones de adhesión varios años después de haberseles considerado países candidatos, y otros pasaron de la categoría de países no miembros a las negociaciones de adhesión en un plazo relativamente corto. Al mismo tiempo, cabe señalar que algunos países candidatos se cuentan entre las primeras víctimas de la cadena

de acontecimientos provocados por la crisis financiera mundial, presentando algunos de los factores de vulnerabilidad que, posteriormente, afectaron a otros en otras regiones. Entre dichos factores destacan, con distinta intensidad, los excesos financieros, los desequilibrios externos e internos, la fragilidad de las finanzas públicas, el limitado margen de maniobra para aplicar políticas fiscales anticíclicas y, en algunos casos, la necesidad de recurrir a fuentes de financiación externa multilaterales con fines de balanza de pagos. Teniendo en cuenta lo anterior, se examina, a continuación, la evolución económica y financiera reciente de los países candidatos y los desafíos que tienen planteados.

1 El Tratado de la Unión Europea establece que cualquier Estado europeo que respete los valores democráticos de la UE y se comprometa a promoverlos podrá solicitar el ingreso como miembro en la UE. Todo país que desee ingresar en la UE ha de cumplir los criterios de adhesión establecidos por el Consejo Europeo de Copenhague de 1993 (los denominados «criterios de Copenhague»), a saber: i) debe tener instituciones estables que garanticen la democracia, el Estado de derecho y el respeto de los derechos humanos; ii) ha de tener una economía de mercado viable, así como la capacidad de hacer frente a la presión competitiva y las fuerzas del mercado dentro de la UE, y iii) ha de aceptar las leyes y prácticas establecidas en la UE, especialmente los objetivos principales de la unión política, económica y monetaria. Croacia se considera un «país adherente», que ha concluido las negociaciones de adhesión y firmado un acta de adhesión. Cinco países (Islandia, la antigua República Yugoslava de Macedonia, Montenegro, Serbia y Turquía) han recibido oficialmente la condición de «país candidato», y otros países de la región occidental de los Balcanes (Albania, Bosnia y Herzegovina, y Kosovo, según se define en la resolución 1244/99 del Consejo de Seguridad de las Naciones Unidas) están reconocidos como «posibles países candidatos».

El resto del artículo se estructura como sigue: en la sección 2 se documenta la heterogeneidad económica e institucional de los países en su camino hacia la plena integración en la UE. En la sección 3 se describe la evolución económica y financiera de los países candidatos antes, durante y después de la crisis financiera mundial de los años 2008-2009. En la sección 4 se presenta un resumen de los marcos de política monetaria y los regímenes cambiarios vigentes en los países candidatos. En la sección 5 se perfilan algunos desafíos de carácter económico y financiero a los que tendrán que enfrentarse los países candidatos de ahora en adelante, haciendo especial hincapié en los factores de vulnerabilidad de larga duración que no se abordaron en el contexto de la rápida expansión financiera previa a la crisis. En la sección 6 se presentan las conclusiones y se trata de extraer algunas enseñanzas, en materia de políticas, de la experiencia de los países candidatos en los últimos años.

2 HETEROGENEIDAD ECONÓMICA E INSTITUCIONAL DE LOS PAÍSES EN SU CAMINO A LA INTEGRACIÓN EN LA UE

2.1 SITUACIÓN DEL PROCESO DE ADHESIÓN A LA UE

Los países candidatos presentan una gran diversidad en lo que respecta a su posición relativa en el camino a la plena integración en la UE, así como a su situación económica. Por lo que se refiere al estado actual de las negociaciones de adhesión, Croacia firmó el correspondiente tratado con la UE en diciembre de 2011, tras unos seis años de negociaciones, y es ahora un Estado adherente² que se convertirá en un Estado miembro de pleno derecho de la UE en julio de 2013. De los cinco países reconocidos oficialmente como candidatos a países miembros de la UE, tres ya han iniciado las negociaciones para la adhesión: (i) Islandia, que solicitó la incorporación a la UE en julio de 2009 e inició las negociaciones de adhesión solo un año más tarde, dado que ya disfrutaba de un alto grado de integración con la UE (en calidad de miembro del Espacio Económico Europeo, el espacio de Schengen y la Asociación Europea de Libre Comercio); (ii) Montenegro, que solicitó la

incorporación a la UE en 2008 y se le concedió el estatus de país candidato en 2010 antes del inicio de las negociaciones de adhesión en junio de 2012, y (iii) Turquía, que solicitó la incorporación en 1987 a lo que entonces era la Comunidad Económica Europea, fue declarada elegible en 1997 y lleva negociando la adhesión desde 2005.

Los otros dos países que han sido reconocidos como países candidatos todavía no han iniciado las negociaciones para la adhesión. La antigua República Yugoslava de Macedonia solicitó su incorporación a la UE en 2004 y se le otorgó el estatus de país candidato en 2005, mientras que a Serbia, que solicitó el ingreso en la UE en 2009, se le otorgó el estatus de país candidato en marzo de 2012.

Los otros tres países de la región occidental de los Balcanes (Albania, Bosnia y Herzegovina y Kosovo³, definido según la UNSCR 1244/99) han sido identificados como posibles países candidatos a la adhesión a la UE, de conformidad con las conclusiones del Consejo Europeo de Tesalónica de junio de 2003, que estableció la integración de esta región como una prioridad para la ampliación de la UE.

El BCE participa en el proceso de adhesión en sus ámbitos de competencia, especialmente en lo que respecta a las políticas monetaria y cambiaria, la estabilidad financiera y los estatutos del banco central. El BCE realiza un estrecho seguimiento de la evolución económica, financiera y monetaria tanto en los países candidatos como en los posibles candidatos. También participa en intercambios periódicos de opiniones con los bancos centrales de estos países (incluido un diálogo anual de alto nivel en materia de políticas con los bancos centrales de los países candidatos que han iniciado las negociaciones de adhesión) y organiza diversos eventos a distintos niveles con el objetivo de establecer relaciones institucionales y promover el

2 A pesar de ser un Estado adherente, Croacia se incluye en este análisis junto con los otros países candidatos.

3 Esta designación no constituye un posicionamiento en relación con la condición de este territorio y está en consonancia con la resolución 1244/99 del Consejo de Seguridad de las Naciones Unidas y el dictamen emitido por la Corte Internacional de Justicia sobre la declaración de independencia de Kosovo.

Cuadro 1 Indicadores estructurales de los países candidatos y posibles candidatos

	Población (millones)	PIB per cápita (dólares EE.UU., en términos de PPA)	Estructura económica (porcentajes del PIB)			Exportaciones (en porcentaje del PIB)	Indicadores institucionales	
			Agricultura	Industria	Servicios		Avance en la transición ¹⁾	Gobernanza ²⁾
	2011	2011	2011	2011	2011	2011	2010	2011
Países candidatos								
Croacia	4,4	18.192	5,5	27,4	67,1	40,8	3,6	0,4
A.R.Y. de Macedonia	2,1	10.367	11,3 ³⁾	27,8 ³⁾	60,9 ³⁾	56,0	3,3	-0,1
Islandia	0,3	38.061	7,2 ⁴⁾	25,2 ⁴⁾	67,6 ⁴⁾	58,4	...	1,4
Montenegro	0,6	11.545	10,1	20,0	69,9	39,5	2,9	0,1
Serbia	7,4	10.642	9,0	26,6	64,3	36,1	2,9	-0,1
Turquía	74,0	14.517	9,2	27,1	63,8	23,5	3,3	-0,1
Posibles países candidatos								
Albania	3,2	7.741	20,0	19,4	60,6	33,6	3,1	-0,2
Bosnia y Herzegovina	3,9	8.133	8,7	26,2	65,1	41,1	2,8	-0,4
Kosovo	1,7	...	12,0	20,0	68,0	...	...	-0,5
Pro memoria⁵⁾								
UE 10	...	19.991	4,2 ⁶⁾	29,6 ⁶⁾	66,2 ⁶⁾	70,8	3,7 ⁷⁾	0,7

Fuentes: FMI, Banco Mundial, BERD y fuentes nacionales.

1) El indicador de transición del BERD mide el avance de un país desde una economía de rígida planificación centralizada (1,0 puntos) a una economía de mercado industrializada (4,3 puntos). Las cifras que se muestran en el cuadro representan puntuaciones medias de nueve parámetros evaluados por el BERD.

2) El indicador de gobernanza del Banco Mundial mide seis aspectos de la estructura de gobierno, con puntuaciones que oscilan entre -2,5 (la más baja) hasta +2,5 (la más alta). Las cifras que se muestran en el cuadro representan medias simples de los seis aspectos evaluados.

3) Datos correspondientes a 2010.

4) Datos correspondientes a 2009.

5) Media simple de Bulgaria, la República Checa, Estonia, Hungría, Letonia, Lituania, Polonia, Rumanía, Eslovaquia y Eslovenia.

6) Datos correspondientes a 2010; la media excluye la República Checa y Estonia.

7) La media excluye la República Checa.

diálogo. Finalmente, en colaboración con los BCN del Eurosistema y el Sistema Europeo de Bancos Centrales, el BCE participa en proyectos de cooperación técnica con los bancos centrales de los países candidatos y posibles candidatos, a fin de fortalecer la capacidad institucional⁴.

2.2 DIFERENCIAS EN LA ESTRUCTURA ECONÓMICA

Los países candidatos también presentan diferencias significativas en lo relativo a sus estructuras económicas básicas, que van desde la economía muy avanzada de Islandia hasta los países en transición de la región occidental de los Balcanes y Turquía, que forma parte del G-20. En el cuadro 1 se resume una serie de indicadores que permiten apreciar las diferencias entre los países candidatos así como entre los posibles candidatos en lo tocante a su estructura económica y su desarrollo institucional.

Islandia destaca a este respecto por registrar, con diferencia, el PIB per cápita más elevado de todos

los países candidatos (más de 38.000 dólares estadounidenses en 2011) y niveles de gobernanza similares a los de otras economías industrializadas. Por el contrario, la renta per cápita y la madurez institucional de los restantes países candidatos se sitúan, en general, por debajo de los niveles observados en los países de la UE y Europa Central y Oriental (UE 10)⁵. Los mejores resultados, en términos de variables institucionales, como el avance

4 El BCE y los BCN brindan cooperación técnica, tanto en respuesta a solicitudes especiales de asistencia técnica a corto plazo como en forma de programas a más largo plazo propiamente dichos. En el marco de los programas de cooperación técnica bilateral se ha prestado asistencia a los bancos centrales de Bosnia y Herzegovina (2007 y 2010-11), Serbia (2008-09 y 2011-13), Turquía (a partir de 2012) y la Antigua República Yugoslava de Macedonia (2012-13), mientras que en el marco de un programa regional desarrollado en 2010-12 se ha prestado asistencia a los bancos centrales y supervisores bancarios de todos los países candidatos y posibles candidatos (con la excepción de Islandia).

5 El término «UE 10», tal como se utiliza en el presente artículo, incluye a Bulgaria, la República Checa, Estonia, Hungría, Letonia, Lituania, Polonia, Rumanía, Eslovaquia y Eslovenia, es decir, los países de Europa Central y Oriental que se incorporaron a la UE en 2004 y 2007.

en la transición y la calidad de la gobernanza parecen darse en las economías que más lejos han llegado en el proceso de integración en la UE, siendo el país que más próximo se encuentra a la plena adhesión (es decir, Croacia) el que tiende a puntuar más alto, mientras que los países de la región occidental de los Balcanes tienden a estar menos adelantados, al igual que los tres posibles candidatos de esa región.

Pese a estas diferencias, cabe señalar algunas similitudes. En primer lugar, todos los países candidatos tienen economías orientadas a los servicios y obtienen de este sector más del 60 % del PIB. No obstante, la agricultura parece desempeñar, en general, un papel más destacado que en el grupo de la UE 10. En segundo lugar, con la excepción de Turquía, la mayoría de los países candidatos están relativamente abiertos al comercio, aunque siguen yendo muy a la zaga en lo relativo a las cuotas de exportación que se observan normalmente en la UE 10. En tercer lugar, los países candidatos tienen lazos comerciales importantes con la UE, que concentra, típicamente, alrededor de dos tercios de sus exportaciones e importaciones totales.

3 EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y FINANCIERA EN LOS PAÍSES CANDIDATOS

3.1 EVOLUCIÓN ANTES DE LA CRISIS

A pesar de su heterogeneidad económica e institucional, los países candidatos compartían algunas características en los años anteriores al inicio de la crisis financiera mundial en 2008. En primer lugar, el período comprendido entre 2003 y 2008 se caracterizó por un sólido crecimiento económico, con incrementos interanuales del PIB real que se situaron en promedio entre el 4,3 % (en Croacia) y el 6,2 % (en Montenegro) (véase cuadro 2).

En segundo lugar, este aumento del producto vino acompañado de una notable expansión financiera (véase gráfico 1), registrándose los mayores incrementos del crédito interno en porcentaje del PIB durante el período comprendido entre 2003 y 2008 en Montenegro (75 puntos porcentuales) e Islandia (55 puntos porcentuales). En los demás países, esos incrementos oscilaron entre los 19 y los 25 puntos porcentuales registrados, respectivamente, en Croacia y la antigua República Yugoslava

Cuadro 2 Indicadores económicos de los países candidatos y posibles candidatos

(medias anuales; porcentajes; porcentajes del PIB)

	Crecimiento del PIB			Inflación			Balanza por cuenta corriente			Saldo de las Administraciones Públicas ¹⁾			Deuda bruta de las Administraciones Públicas		
	2003-2008	2009	2010-2011	2003-2008	2009	2010-2011	2003-2008	2009	2010-2011	2003-2008	2009	2010-2011	2003-2008	2009	2010-2011
Países candidatos															
Croacia	4,3	-6,0	-0,6	3,1	1,9	2,0	-6,7	-5,0	-0,1	-2,7	-4,1	-5,2	34,4	35,1	43,4
A.R.Y. de Macedonia	4,7	-0,9	2,4	2,8	-1,7	2,9	-6,5	-6,8	-2,5	-0,1	-2,7	-2,5	30,5	23,8	26,5
Islandia	4,9	-6,8	-0,5	6,8	7,5	3,9	-17,7	-11,8	-7,4	2,4	-8,6	-5,5	40,0	88,2	96,1
Montenegro	6,2	-5,7	2,5	5,6 ²⁾	1,8	1,7	-29,8	-29,6	-21,9	0,6	-5,7	-5,7	34,8	40,7	44,2
Serbia	5,0	-3,5	1,4	10,6	6,6	8,6	-14,1	-7,1	-8,3	-1,0	-3,7	-3,8	47,7	38,2	46,4
Turquía	5,8	-4,8	8,7	11,0	6,5	8,4	-5,1	-2,2	-8,2	-2,5	-5,6	-1,4	48,7	46,1	40,7
Posibles países candidatos															
Albania	6,0	3,3	2,7	2,5	3,7	2,5	-8,6	-13,5	-12,5	-4,1	-7,4	-3,8	56,8	59,8	58,6
Bosnia y Herzegovina	5,3	-2,9	1,2	4,4 ³⁾	0,0	2,9	-13,7	-6,3	-7,3	-0,4	-5,7	-3,8	27,8	36,1	40,1
Kosovo	4,7	2,9	4,4	1,5	0,1	5,1	-9,5	-15,4	-19,0	0,7	-0,6	-2,2	...	...	...
Pro memoria															
UE 10 ⁴⁾	5,8	-8,2	2,5	5,2	1,6	3,6	-9,4	-0,7	-0,9	-1,9	-5,9	-4,2	27,5	34,4	39,4

Fuentes: FMI y cálculos del BCE.

1) Capacidad/necesidad de financiación de las Administraciones Públicas.

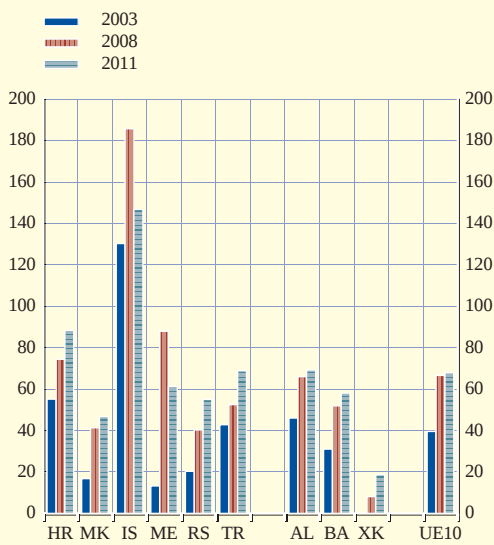
2) 2006-2008.

3) 2007-2008.

4) Media simple de los datos de Bulgaria, la República Checa, Estonia, Hungría, Letonia, Lituania, Polonia, Rumanía, Eslovaquia y Eslovenia.

Gráfico 1 Crédito interno

(en porcentaje del PIB)

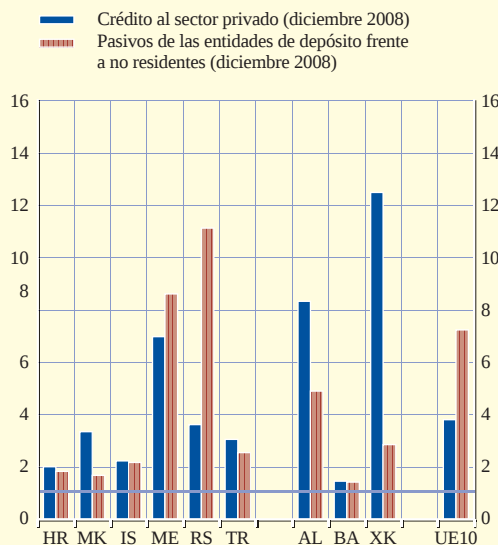


Fuentes: FMI y cálculos del BCE.

HR: Croacia; MK: Antigua República Yugoslava de Macedonia; IS: Islandia; ME: Montenegro; RS: Serbia; TR: Turquía; AL: Albania; BA: Bosnia y Herzegovina; XK: Kosovo.

Gráfico 2 Crecimiento real del crédito al sector privado y pasivos de las entidades de depósito frente a no residentes

(índice: diciembre 2002 = 1)



Fuentes: FMI y cálculos del BCE.

Notas: por motivos relacionados con la disponibilidad de los datos, las cifras relativas a Montenegro y Bosnia y Herzegovina corresponden a diciembre de 2005 y diciembre de 2006, respectivamente. HR: Croacia; MK: Antigua República Yugoslava de Macedonia; IS: Islandia; ME: Montenegro; RS: Serbia; TR: Turquía; AL: Albania; BA: Bosnia y Herzegovina; XK: Kosovo.

de Macedonia, cifras más o menos en consonancia con las tendencias observadas en la UE 10 (que registró un incremento medio de 27 puntos porcentuales). Un porcentaje sustancial del crédito interno fue otorgado por instituciones financieras extranjeras, la mayoría de las cuales radicadas en la UE. De hecho, en varias economías, los incrementos reales del volumen de pasivos frente a no residentes de las entidades de depósito locales tenían su contrapartida en un aumento correspondiente del crédito al sector privado (véase gráfico 2).

En tercer lugar, la provisión de volúmenes de financiación tan cuantiosos propició un auge de la demanda interna que, en la mayoría de los casos, no pudo corresponderse con una expansión de la capacidad productiva nacional, lo que dio lugar a la aparición de abultados desequilibrios externos. En 2008, todos los países candidatos y posibles candidatos registraban ya importantes déficits por cuenta corriente (que oscilaban desde alrededor del 10 % del PIB hasta niveles mucho más eleva-

dos), que, en la mayoría de los casos, representaban un nuevo deterioro en relación con los significativos déficits contabilizados en 2003. Es lo que ocurrió, en particular, en Serbia, Islandia y Montenegro, cuyos déficits por cuenta corriente en 2008 (21,6 %, 28,3 % y 50,6 % del PIB, respectivamente) no eran sostenibles desde una perspectiva de medio plazo.

En cuarto lugar, en consonancia con estas tendencias, en algunos países candidatos (especialmente Islandia, Montenegro, Serbia y Turquía) la inflación no se acompañaba, en general, a los objetivos nacionales de estabilidad de precios (véanse cuadro 2 y sección 5.1).

3.2 LA CRISIS Y SUS SECUELAS

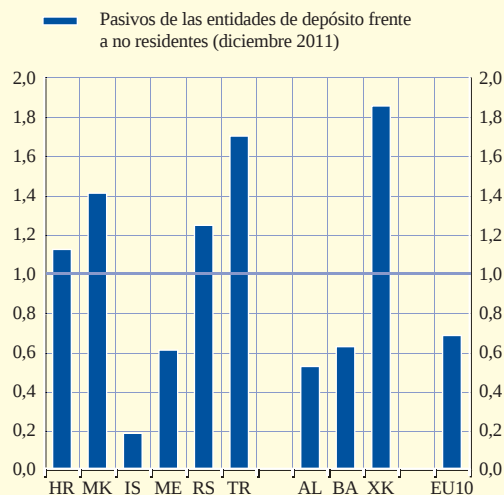
Con el inicio de la crisis financiera mundial en otoño de 2008 y el contagio de las economías avanzadas a las economías emergentes y en desarrollo, los países candidatos experimentaron una fuerte

contracción económica real. Aunque esta se asoció, principalmente, al agotamiento de la financiación externa y a la desaceleración económica que sufrieron los principales socios comerciales afectados por la primera oleada de la crisis, otras variables —como la posición de partida relativa de cada país (por ejemplo, respecto al ritmo de la expansión crediticia subyacente) y la apertura económica (siendo las economías más abiertas las más vulnerables)— también desempeñaron un papel importante a la hora de determinar el alcance de la contracción de la actividad económica en los países candidatos.

Así pues, los desequilibrios internos y externos que se habían acumulado a lo largo de los años revirtieron a un ritmo relativamente rápido. Los países candidatos más afectados registraron una contracción del PIB real de entre el 3,5% (en el caso de Serbia) y el 6,8% (en el caso de Islandia) en 2009. La antigua República Yugoslava de Macedonia experimentó una suave recesión, con una contracción del crecimiento del PIB real del 0,9%, mientras que países del grupo de posibles candidatos de la región occidental de los Balcanes con menor exposición financiera, como Albania y Kosovo, experimentaron un aterrizaje económico suave y siguieron registrando tasas de crecimiento reales positivas (véase gráfico 2). Los flujos financieros procedentes del exterior —que, principalmente, habían adoptado la forma de inversión extranjera directa y otras inversiones (generadoras de deuda)— se redujeron. No obstante, las entidades de crédito mantuvieron su exposición a la mayoría de los países candidatos y posibles candidatos, en parte como resultado de medidas de política tales como la «Iniciativa de Viena»⁶, y los países cuyo sistema bancario nacional dependía de la financiación mayorista exterior (ahora escasa) se encontraron ante una difícil situación (véase gráfico 3). En algunos países candidatos (como Montenegro) y en algunos posibles candidatos de la región occidental de los Balcanes se produjo una acusada contracción de los activos extranjeros frente a los sistemas bancarios nacionales. Islandia constituye un caso especial a este respecto, debido al impago de sus pasivos exteriores (véase recuadro 2).

Gráfico 3 Crecimiento real de los pasivos de las entidades de depósito frente a no residentes

(índice: diciembre 2008 = 1)



Fuentes: FMI y cálculos del BCE.

HR: Croacia; MK: Antigua República Yugoslava de Macedonia; IS: Islandia; ME: Montenegro; RS: Serbia; TR: Turquía; AL: Albania; BA: Bosnia y Herzegovina; XK: Kosovo.

Si bien los países candidatos registraron una evolución económica y financiera similar antes de la crisis y el efecto contractivo inmediato observado en esos países como resultado de la quiebra de Lehman Brothers fue, en general, comparable, su comportamiento económico desde la recesión de 2009 ha sido muy heterogéneo. En 2010 y 2011, la actividad real en la antigua República Yugoslava de Macedonia, Montenegro y Serbia fue relativamente débil, Turquía registró un sólido crecimiento y en Croacia e Islandia continuó la contracción (véase cuadro 2). Estas diferencias también se reflejaron en las variaciones observadas en las balanzas por cuenta corriente y en las tasas de inflación después de la crisis. En Turquía, el déficit por cuenta corriente se incrementó de forma acusada

6 La Iniciativa de Coordinación Bancaria Europea (más conocida como «Iniciativa de Viena») se puso en marcha en enero de 2009 como una plataforma de coordinación en la que participaban los bancos matrices, las autoridades de los países de origen y destino de las inversiones (es decir, los bancos centrales, las autoridades supervisoras y los ministerios de Hacienda), el FMI, la Comisión Europea y el BERD. En el marco de esta iniciativa, los bancos matrices suscribieron compromisos (no vinculantes) de mantenimiento de su exposición frente a los países participantes en la iniciativa que estuvieran aplicando programas de estabilización del FMI y la UE.

tras la recesión de 2009 y aumentó la inflación. En cambio, en Croacia e Islandia, se observó una persistente reducción de los déficits exteriores y las presiones inflacionistas se mantuvieron relativamente limitadas.

Por lo que respecta a la orientación de la política fiscal, las secuelas de la crisis han revelado que el panorama, en general favorable, observado en muchos países antes de la crisis tenía, en gran medida, su origen en la notable contribución del dinámico (y, desde la perspectiva actual, insostenible) ritmo de la actividad económica a los ingresos públicos. Los saldos presupuestarios medios de las Administraciones Públicas oscilaban, en los países candidatos, desde el -2,7% del PIB (en Croacia) hasta el 2,4% del PIB (en Islandia) en el período comprendido entre 2003 y 2008, pero tanto la deuda como los déficits públicos aumentaron de forma acusada en 2009 (véase cuadro 2). Tras este deterioro, relacionado en parte con el funcionamiento de los estabilizadores automáticos y la reducción de las bases de ingresos asociada a la desaceleración de la actividad económica, los saldos presupuestarios han mejorado moderadamente en la mayoría de los países candidatos. Sin embargo, la situación de las finanzas públicas es más frágil que en el período previo a la

crisis, lo que limita el margen de maniobra de la política fiscal y hace que la consolidación fiscal sea un reto de singular magnitud en muchos países candidatos.

4 MARCOS DE POLÍTICA MONETARIA Y SU EJECUCIÓN EN LOS PAÍSES CANDIDATOS Y POSIBLES CANDIDATOS

La política monetaria y los regímenes cambiarios en los países candidatos abarcan un amplio espectro de enfoques, que van desde la adopción unilateral del euro en Montenegro hasta una flotación estrechamente controlada en la antigua República Yugoslava de Macedonia, o el establecimiento de objetivos de inflación con un tipo de cambio flotante en Serbia. Turquía e Islandia también tienen en vigor regímenes de objetivos de inflación con diversos elementos idiosincráticos (que se analizan con detalle en los recuadros 1 y 2, respectivamente). Los marcos de política monetaria y los regímenes cambiarios también varían significativamente dentro del grupo de posibles países candidatos: eurización unilateral en Kosovo, sistema de *currency board* en Bosnia y Herzegovina y régimen de objetivos de inflación con tipo de cambio de libre flotación en Albania (véase cuadro 3).

Cuadro 3 Regímenes cambiarios y de política monetaria de los países candidatos y posibles candidatos

	Moneda	Régimen de política monetaria	Régimen cambiario	
			<i>De jure</i>	<i>De facto</i>
Países candidatos				
Croacia	Kuna croata	Ancla cambiaria frente al euro	Flotación controlada	Flotación controlada
A.R.Y. de Macedonia	Dinar macedonio	Ancla cambiaria frente al euro	Flotación	Régimen de estabilización
Islandia	Corona islandesa	Objetivos de inflación con estabilidad del tipo de cambio como objetivo provisional	Flotación	Flotación
Montenegro	Euro	Eurización unilateral	No tiene moneda nacional de curso legal	No tiene moneda nacional de curso legal
Serbia	Dinar serbio	Objetivos de inflación	Flotación controlada	Flotación
Turquía	Lira turca	Objetivos de inflación	Flotación	Flotación
Posibles países candidatos				
Albania	Lek albano	Objetivos de inflación	Flotación	Flotación
Bosnia y Herzegovina	Marco convertible	Ancla cambiaria frente al euro	Sistema de <i>currency board</i>	Sistema de <i>currency board</i>
Kosovo	Euro	Eurización unilateral	No tiene moneda nacional de curso legal	No tiene moneda nacional de curso legal

Fuentes: Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions, del FMI y compilación del BCE.

Recuadro I

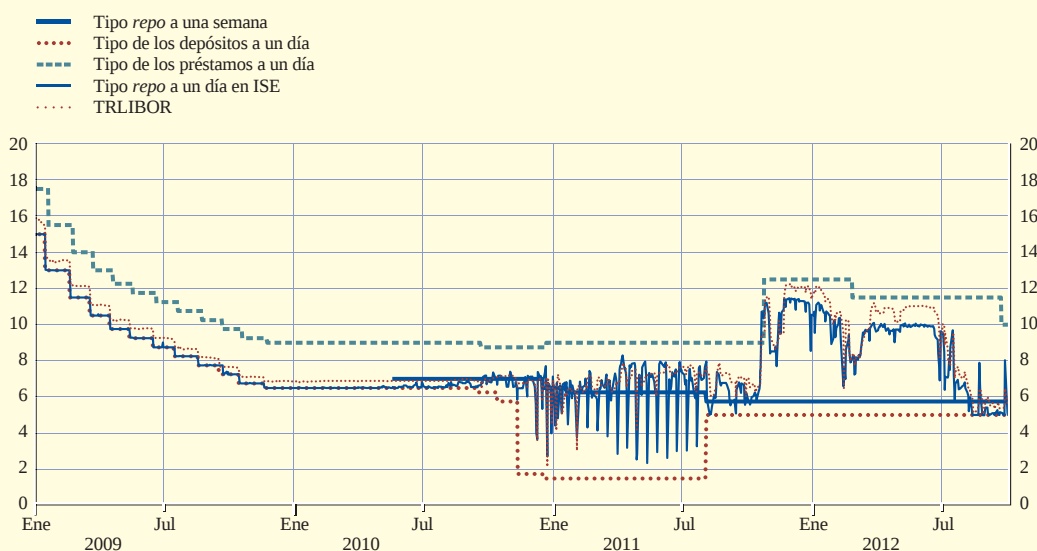
LA POLÍTICA MONETARIA DEL BANCO CENTRAL DE LA REPÚBLICA DE TURQUÍA

El marco de política monetaria del Banco Central de la República de Turquía ha experimentado algunos cambios significativos desde el otoño de 2010, cuando esta institución introdujo una combinación de política monetaria y macroprudencial. El objetivo principal del banco central es lograr y mantener la estabilidad de precios en consonancia con su marco de objetivos de inflación (que se estableció con su forma actual, plenamente desarrollada, en 2006). Sin embargo, en el otoño de 2010, el banco central empezó a hacer referencia a objetivos de estabilidad financiera al comunicar sus decisiones de estrategia y de política monetaria. En la práctica, el marco de política monetaria, además de fijar objetivos de inflación, se centra actualmente en determinadas variables (como el crecimiento crediticio y el tipo de cambio), con el fin de lograr múltiples objetivos, entre los que se encuentran la estabilidad financiera, el reequilibrio del crecimiento económico y, dado el abultado déficit por cuenta corriente, la estabilidad externa.

Los instrumentos de política monetaria utilizados para alcanzar estos objetivos múltiples incluyen el uso más activo de la banda de tipos de interés y de los coeficientes de reservas obligatorias, además del tipo de interés oficial, lo que dota a este marco de flexibilidad, que es su característica principal. En la práctica, esta flexibilidad ofrece la posibilidad de ajustar el objetivo primordial de la política monetaria y la forma de aplicar los instrumentos en respuesta a las condiciones financieras externas e internas. Por consiguiente, pueden observarse varias fases diferenciadas en el uso de la política monetaria (véase el gráfico, en el que se muestra la evolución de los tipos de interés a partir de 2009).

Tipos de interés del mercado monetario y tipos oficiales en Turquía

(en porcentaje)



Fuente: Haver Analytics.

Nota: ISE = Bolsa de valores de Estambul; TRLIBOR = tipo de interés de referencia de la lira turca.

En la primera fase, a partir del otoño de 2010, en un entorno caracterizado por abundante financiación externa a corto plazo a bajo coste, el banco central se centró en reducir los riesgos macrofinancieros. En concreto, amplió la banda de tipos de interés reduciendo el tipo de los depósitos a un día, y también recortó el tipo de interés oficial (tipo *repo* a una semana) para desincentivar las entradas de capital a corto plazo. Al mismo tiempo, aumentó los coeficientes de reservas obligatorias (variándolos en función de los vencimientos, con coeficientes más bajos para los plazos más largos), con el fin de contrarrestar el crecimiento cada vez más acelerado del crédito y de fomentar los préstamos a largo plazo (en detrimento de los de corto plazo).

El entorno exterior cambió posteriormente, con un nuevo aumento de la aversión al riesgo en agosto de 2011. El banco central respondió estrechando la banda entre los tipos de los depósitos y de los préstamos a un día, así como aplicando medidas de liquidez y adoptando una orientación más acomodaticia, mediante la reducción de las reservas obligatorias y un recorte adicional del tipo de interés oficial.

En octubre de 2011, para contrarrestar las crecientes presiones inflacionistas (debidas, en parte, a la depreciación de la lira turca), el banco central amplió la banda de tipos de interés y complementó esta medida con intervenciones en los mercados de divisas. Así, dejó que aumentaran los tipos de mercado racionando la financiación de las entidades de crédito en los mercados de *repos*, y de esta forma modificó el coste medio de la liquidez que proporcionaba.

En época más reciente, cuando la inflación dejó gradualmente de ser un motivo de preocupación principal, el banco central permitió primero que los tipos de mercado retornaran a niveles más bajos dentro de la banda de tipos de interés, mostrando su forma de utilizar la flexibilidad que otorga el marco. Después, con efectos a partir del 18 de septiembre de 2012, también redujo en 150 puntos básicos el límite superior de la banda.

Un análisis de los marcos de política monetaria y de los regímenes cambiarios de los países candidatos ayuda a arrojar luz sobre las diversas medidas adoptadas por las autoridades nacionales en respuesta a las fluctuaciones del ciclo económico observadas en los últimos años. Antes de la crisis, los bancos centrales de dichos países que habían establecido objetivos de inflación tendieron a endurecer sus políticas monetarias en un intento por evitar el recalentamiento de sus economías y frenar el aumento de las presiones inflacionistas en un contexto de rápida expansión financiera (véase gráfico 4). De hecho, en Islandia los tipos de interés oficiales aumentaron en total 880 puntos básicos entre la primavera de 2004 y el otoño de 2008. El Banco Nacional de Serbia redujo los tipos de interés entre mediados de 2006 y mediados de 2007, pero comenzó a elevarlos de nuevo en el otoño de 2007, reflejando así las fluctuaciones del tipo de cambio del dinar durante ese período. Solo uno de los po-

sibles países candidatos (Albania) tiene en vigor un marco de política monetaria que supone el establecimiento de objetivos de inflación, pero también en este caso la dinámica de los acontecimientos ha seguido una evolución similar. Turquía fue una excepción entre los países candidatos con objetivos de inflación durante el período previo a la crisis. El banco central de Turquía trató de reducir aún más los tipos de interés en vista de la continua desinflación de la economía, y las tasas de inflación bajaron con respecto a los altos niveles de dos dígitos que todavía eran comunes a comienzos de la década del 2000. Esta política también se vio favorecida por el ritmo relativamente moderado de crecimiento del crédito en relación con otros países candidatos.

Aunque el uso de la política de tipos de interés como palanca es un mecanismo sencillo al que recurren los bancos centrales con políticas monetarias

Gráfico 4 Tipos de interés oficiales de los bancos centrales

(en porcentaje)



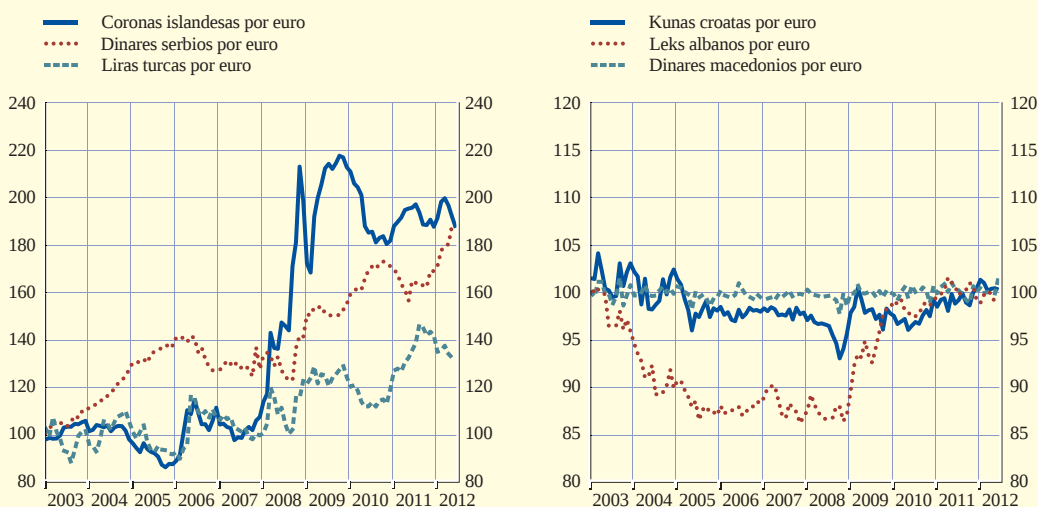
Fuentes: FMI y fuentes nacionales.

independientes para tratar de frenar el crecimiento crediticio, los efectos secundarios para las pequeñas economías abiertas e integradas financieramente pueden ser, a veces, significativos, como lo demuestra la experiencia de Islandia. En este caso, los incrementos del tipo de interés oficial del banco central también estimularon la entrada de «capital especulativo» a corto plazo, atraído por los amplios diferenciales de los tipos de interés nominales con respecto al resto del mundo (es decir, el potencial de realizar operaciones de «carry trade»). Ello no solo dio lugar a la fuerte apreciación de la corona y a un empeoramiento del déficit por cuenta corriente, sino que, además, no sirvió para frenar significativamente la expansión de la oferta monetaria.

Por el contrario, los bancos centrales de los países candidatos y posibles candidatos que habían aplicado una política de tipos de interés más estricta o que no contaban con una moneda nacional propia, hicieron frente a los desafíos planteados por un crecimiento crediticio excesivamente rápido, el auge de la demanda interna y el aumento de la inflación adoptando medidas administrativas o

Gráfico 5 Tipos de cambio

(índice: diciembre 2002 = 100)



Fuentes: FMI y cálculos del BCE.

Nota: Un movimiento al alza indica una depreciación frente al euro.

prudenciales para reducir el endeudamiento externo y el crédito interno (por ejemplo, elevar los coeficientes de reservas obligatorias, aumentar las ponderaciones de riesgo y las dotaciones de provisiones e imponer restricciones cuantitativas a los préstamos)⁷. Estas medidas tenían por objeto compensar, en parte, las desventajas de no contar con una política monetaria independiente con autonomía para dirigir los tipos de interés hacia objetivos internos. De hecho, los niveles de los tipos de interés «importados» de las monedas ancla eran, en general, más bajos que lo que justificaban las circunstancias económicas en los propios países candidatos y posibles candidatos, lo que implicaba una orientación procíclica de la política monetaria en un contexto de expansión financiera. Aunque el uso —y la efectividad— de estas medidas administrativas y prudenciales variaba de un país a otro, es evidente que renunciar al control de una serie de palancas importantes en materia de política limita notablemente el margen de maniobra de un país a la hora de tratar de suavizar eficazmente las fluctuaciones del ciclo económico y mantener la estabilidad de precios.

Tras el inicio de la crisis, los bancos centrales con objetivos de inflación de los países candidatos y posibles candidatos tendieron a recortar rápidamente sus tipos de interés oficiales. Los descensos de los tipos de cambio nominales que acompañaron a estas medidas produjeron resultados dispares. Por una parte, una depreciación «ordenada» podría facilitar la dinámica del ajuste en comparación con los países que tenían en vigor un régimen cambiario estrictamente regulado (o que no contaban con una moneda propia), además de permitir

un mayor grado de libertad en cuanto a la adopción de medidas de política anticíclicas. La experiencia de Turquía fue favorable a este respecto, al igual que la de Albania. No obstante, en los países en que (i) había considerable presión a la baja sobre el tipo de interés, (ii) las entidades de crédito dependían significativamente de la financiación externa, y (iii) el volumen de préstamos internos en moneda extranjera era elevado, la interacción entre unas monedas sometidas a una fuerte depreciación y unos altos niveles de deuda del sector privado denominada en (o indiciada a) monedas extranjeras planteó una amplia gama de nuevos desafíos a las autoridades nacionales.

Con frecuencia, ello dio lugar a la adopción de políticas procíclicas como resultado de conflictos entre los objetivos de estabilización macroeconómica y de estabilidad financiera (véase también, en la sección 5.2, un análisis de los desafíos en materia de estabilidad financiera relacionados con los préstamos denominados en moneda extranjera). Es lo que ocurrió en Serbia y resultó particularmente cierto en Islandia, donde la acusada caída del tipo de cambio de la corona tras el colapso de su sistema bancario desencadenó una oleada de impagos de pasivos del sector privado denominados en moneda extranjera e indiciados a la inflación, que obligó a las autoridades a imponer controles de capital, a fin de recuperar el control del tipo de cambio y evitar un nuevo deterioro de los balances que ya estaban considerablemente dañados (véase recuadro 2).

⁷ Para más información sobre estas medidas, véase E.K. Polgar y A. Zdzienicka, *The Effectiveness of Policy Measures to Control Credit Growth in Emerging Europe*, mimeo, 2010.

Recuadro 2

EVOLUCIÓN EN ISLANDIA DURANTE LA CRISIS Y MEDIDAS DE POLÍTICA ADOPTADAS POSTERIORMENTE POR LAS AUTORIDADES

Aunque la evolución financiera y económica en Islandia antes y después de la crisis fue comparable a la observada en otros países candidatos y posibles países candidatos, la magnitud de los desequilibrios acumulados con anterioridad a la crisis, la gravedad de la recesión posterior y las reacciones de las autoridades islandesas le confieren un carácter único en muchos aspectos.

Tras la expansión del consumo y de la inversión estimulada por el crédito, la deuda del sector privado de Islandia, en su mayor parte indiciada a la inflación o al tipo de cambio de la corona islandesa, se situó en torno al 500 % del PIB en el otoño de 2008. Al mismo tiempo, el fuerte crecimiento de las actividades internacionales de los bancos islandeses no solo posibilitó la intermediación de este crédito, sino que hizo que los pasivos exteriores de las entidades de crédito —principalmente, a corto plazo— aumentaran a casi el 700 % del PIB en agosto de 2008. Glitnir, el tercer banco más grande de Islandia, halló cada vez más dificultades para refinanciar sus obligaciones tras la quiebra de Lehman Brothers el 15 de septiembre de 2008 y fue nacionalizado el 29 de septiembre del mismo año. Justo diez días después, el sistema bancario islandés se desintegró y el país dejó de pagar su deuda externa. Estos acontecimientos se vieron acompañados de una acusada caída del tipo de cambio de la corona islandesa, que se depreció un 15 % frente al euro entre el 15 de septiembre y el 24 de octubre de 2008, cuando Islandia solicitó un acuerdo de derecho de giro (*stand-by arrangement* o SBA) con el FMI. El 19 de noviembre de 2008, fecha en la que se aprobó formalmente el SBA, la corona islandesa había experimentado una depreciación adicional del 13 %. El FMI también recomendó la imposición de restricciones en la cuenta de capital para frenar la caída del tipo de cambio de la corona e impedir el deterioro adicional de los balances de los hogares y de las empresas.

Así pues, limitar la convertibilidad de la corona islandesa sirvió para frenar rápidamente la caída de su tipo de cambio (véase también el gráfico 5) y permitió al banco central adoptar un enfoque nacional, que se tradujo en una serie de recortes de tipos de interés para favorecer el crecimiento (véase también el gráfico 4) a medida que fueron remitiendo las presiones inflacionistas. Impulsado por la reestructuración del cuantioso saldo de activos morosos, el restablecimiento de un sector financiero viable y los esfuerzos por volver a situar a las finanzas públicas en una senda sostenible, el producto de Islandia registró su primer incremento intertrimestral en el tercer trimestre de 2010 y desde entonces ha seguido mejorando, lo que llevó al país a concluir con éxito su SBA en agosto de 2011.

Cuando se comparan las medidas adoptadas por Islandia para hacer frente a la crisis con las de otros países afectados, destacan especialmente dos. En primer lugar, Islandia introdujo controles de capital para protegerse de las peores repercusiones de la inversión repentina de los flujos de capital que experimentó a finales de 2008, una estrategia que le ha ayudado posiblemente en su recuperación posterior. Sin embargo, a medida que pasa el tiempo, existe cada vez más evidencia de los efectos distorsionantes, y a menudo perjudiciales, que están teniendo estas restricciones sobre las decisiones de los agentes económicos, y de las dificultades que están encontrando las autoridades islandesas para reducir definitivamente el considerable volumen de coronas islandesas que sigue manteniéndose en el extranjero y retornar a una cuenta de capital totalmente liberalizada en un futuro próximo. En segundo lugar, Islandia decidió no nacionalizar las deudas de su sobredimensionado sector bancario y optó por obligar a los acreedores y a los depositantes extranjeros de sus instituciones financieras a asumir las pérdidas. Aunque esta medida libró al Gobierno de asumir unos pasivos que posiblemente hubieran superado su capacidad de servicio de la deuda, también abrió paso a una serie de retos legales (que todavía están pendientes de decisión final en algunos casos), que introdujeron un grado de incertidumbre significativo para las autoridades, las empresas, los inversores extranjeros y el público en general.

Los países candidatos y posibles candidatos que ya habían impuesto restricciones administrativas o prudenciales a la provisión de crédito en los años de expansión estaban en situación de flexibilizar algunas de esas restricciones, amortiguando por ende,

en cierta medida, el impacto de la recesión. Si bien los países que habían adoptado regímenes cambiarios menos flexibles (o que no contaban con una moneda nacional propia) evitaron los perniciosos efectos sobre los balances asociados a los desajustes

entre divisas descritos anteriormente, ello se produjo a expensas, entre otras cosas, de una corrección más lenta de los desequilibrios externos (por ejemplo, en Montenegro), una menor efectividad de las políticas anticíclicas frente a las restricciones fiscales y una recuperación más lenta de la competitividad en relación con los países que habían experimentado una significativa depreciación nominal (por ejemplo, Croacia en comparación con Serbia).

5 ALGUNOS DESAFÍOS ECONÓMICOS Y FINANCIEROS PARA LOS PAÍSES CANDIDATOS

Aunque el factor determinante inmediato de la recesión de 2009 en los países candidatos fue una perturbación exógena, la crisis puso de manifiesto diversas vulnerabilidades muy arraigadas y problemas que no se habían abordado en el contexto de la rápida expansión financiera registrada antes de la crisis. En esta sección se destacan los desafíos pendientes en materia de política monetaria, estabilidad financiera y competitividad.

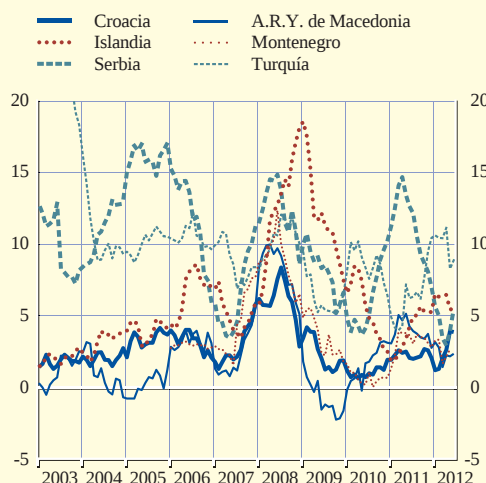
5.1 DESAFÍOS EN MATERIA DE POLÍTICA MONETARIA

La estabilidad de precios figura de manera destacada entre los cometidos de todas las autoridades monetarias de los países candidatos y posibles candidatos. Sin embargo, ni siquiera los bancos centrales que han establecido objetivos de inflación han podido evitar, con frecuencia, que los precios aumenten por encima de los umbrales acordados, lo que indica la dificultad de alcanzar y mantener dicha estabilidad. Al respecto, Islandia, Serbia y Turquía registran períodos prolongados en los que la inflación ha sobrepasado considerablemente los objetivos marcados por sus bancos centrales (véase gráfico 6).

En Islandia, donde el objetivo es que los precios de consumo aumenten un 2,5 % al año ($\pm 1,5$ puntos porcentuales), la inflación ha sobrepasado el límite superior de este corredor en casi las dos terceras partes de todos los meses transcurridos desde enero de 2003. En particular, la significativa transmisión de la evolución del tipo de cambio a

Gráfico 6 Inflación

(tasas de variación interanual)



Fuente: FMI.

los precios internos complica la ejecución de la política monetaria en Islandia y obstaculiza un eficaz anclaje de las expectativas de inflación. Así pues, tras la crisis bancaria y cambiaria de 2008, y en vista de la reciente reaparición de presiones inflacionistas, las autoridades islandesas han comenzado a debatir en profundidad cómo identificar un marco de política monetaria y un régimen cambiario más apropiados.

En Serbia, el objetivo de inflación se define como un valor en continuo descenso dentro de una banda de tolerancia, y el objetivo de política monetaria para finales de 2012 es reducir la inflación al 4% ($\pm 1,5$ puntos porcentuales). El índice general de precios de consumo sigue siendo muy volátil, habiéndose observado un máximo significativo en abril de 2011, y los objetivos, en general, no se han alcanzado (salvo en el primer semestre de 2012). Sin embargo, la inflación subyacente se ha situado, en general, dentro de los límites de la banda de tolerancia. No obstante, la reciente presión política sobre el banco central podría socavar la credibilidad de la política monetaria, lo que pone de relieve lo importante que es dotar a los bancos centrales de marcos institucionales sólidos a fin de garantizar su independencia (como se

estipula, además, en el acervo comunitario (*acquis communautaire*) de la UE.

En Turquía, el objetivo de inflación se estableció en el 4% en 2007 y 2008, con una banda de tolerancia de ± 2 puntos porcentuales, pero se elevó hasta el 7,5% en 2009. En 2010 y 2011 se redujo hasta el 6,5% y el 5,5%, respectivamente, y para 2012 se ha fijado en el 5%, lo que se considera como un objetivo a medio plazo. Desde 2006, cuando se introdujo plenamente el mecanismo de objetivos de inflación, se han incumplido, en general, los objetivos de final de año salvo en 2009 y 2010.

De forma más general, los desafíos asociados a la política monetaria y a los regímenes cambiarios en los países candidatos se refieren a la consecución y el mantenimiento de la estabilidad de precios y a las ramificaciones más amplias que supone para otras políticas la elección de un marco específico. El hecho de que los países de una misma región (por ejemplo, la región occidental de los Balcanes) que se encuentran en unas etapas de desarrollo similares hayan optado por regímenes de política monetaria y cambiarios muy diferentes sugiere que no existe un enfoque único. No obstante, las autoridades económicas nacionales deben ser conscientes de las opciones implícitas que están adoptando para otras áreas como consecuencia de la elección de una política monetaria y un régimen cambiario concretos. Las autoridades monetarias pueden enfrentarse a dilemas igualmente difíciles en materia de políticas en ambos extremos del espectro, con independencia de que hayan elegido un régimen cambiario de libre flotación con objetivos de inflación o un mecanismo «inflexible» que implique un tipo de cambio estrictamente controlado o el uso de una divisa como moneda de curso legal. Además, la eurización unilateral no puede convertirse en un medio para incumplir las disposiciones del Tratado de funcionamiento de la Unión Europea (en adelante «el Tratado») que rigen la adopción del euro con el objetivo de asegurar una convergencia duradera (véase recuadro 3).

Las experiencias durante la crisis de los países candidatos que han adoptado regímenes cambiarios estrictamente controlados o que no tienen una moneda

nacional propia sugieren que esos mecanismos plantean, con bastante más frecuencia, ciertas exigencias para las autoridades económicas nacionales, debido al hecho de que no solo limitan el margen de maniobra de los países con respecto a la política monetaria en sí, sino que además, imponen una carga más pesada sobre otras áreas de la política económica. La ejecución de la política fiscal, en particular, ha de ser especialmente prudente en esos casos, ya que ha de servir como el principal elemento de estabilización de la economía. De la misma manera, el hecho de que el tipo de cambio no pueda utilizarse para absorber las perturbaciones y facilitar el ajuste en una fase de desaceleración significa, *ceteris paribus*, que los mercados de trabajo y de productos han de ser más flexibles que en los países con regímenes de tipo de cambio flotante, a fin de permitir el ajuste nominal de los salarios y los precios.

Además, un régimen cambiario estrictamente controlado puede contribuir a estimular el endeudamiento en moneda extranjera en mucho mayor medida que otros factores comunes a países con regímenes cambiarios más flexibles (como las expectativas optimistas respecto a la convergencia). Cabe señalar, a este respecto, que dos de los tres países candidatos en los que los activos y los pasivos denominados en moneda extranjera representan el porcentaje más elevado de los activos y pasivos totales tienen en vigor regímenes cambiarios estrictamente controlados.

A su vez, un volumen significativo de préstamos denominados en moneda extranjera limita el margen de maniobra de la política monetaria, ya que una depreciación de la moneda nacional entrañaría efectos negativos para los balances que serían un riesgo para la estabilidad financiera. Además, el uso generalizado de monedas extranjeras —en lugar de la moneda nacional— complica la transmisión de las decisiones de política monetaria de los bancos centrales a los tipos de interés nacionales. Por consiguiente, fomentar activamente el uso de las monedas nacionales podría ser una estrategia viable a efectos de brindar a la política monetaria un margen de maniobra adicional y hacer frente a los desafíos que puedan plantearse en materia de estabilidad financiera (véase sección 5.2).

Recuadro 3

POSICIÓN DE LA UE Y DEL BCE EN RELACIÓN CON LA EUROIZACIÓN UNILATERAL EN LOS PAÍSES EN VÍAS DE ADHESIÓN

En noviembre de 2000, el Consejo ECOFIN adoptó una posición en relación con la euroización unilateral, como parte de su estrategia sobre los aspectos de la ampliación de la UE relativos a los tipos de cambio, y afirmó que «los países candidatos a la adhesión que deseen sumarse al MTC II con relativa rapidez tras la adhesión tienen ya que reexaminar sus políticas con vistas a su eventual pertenencia a dicho mecanismo. En este contexto, debería quedar claro que cualquier adopción unilateral de la moneda única mediante la «euroización» iría en contra del razonamiento económico de la UEM subyacente en el Tratado, que prevé la adopción final del euro como última fase de un proceso estructurado de convergencia en un marco multilateral. Por lo tanto, la «euroización» unilateral no constituiría un modo de evitar las etapas previstas por el Tratado para la adopción del euro».¹

En diciembre de 2003 el Consejo de Gobierno del BCE publicó una posición relativa a cuestiones relacionadas con los tipos de cambio de los países adherentes², en la que indicaba que la adopción unilateral de la moneda única mediante una «euroización» fuera del marco del Tratado sería contraria al razonamiento económico en que se basa la UEM.

Además, en 2007 el Consejo ECOFIN adoptó una declaración específica sobre Montenegro³ con ocasión de la firma de su Acuerdo de Estabilización y Asociación, en la que recalcó que «el uso presente que se hace en Montenegro del euro, decidido por las autoridades montenegrinas en circunstancias excepcionales, es completamente distinto del uso que se hace en los países miembros de la zona del euro». Al mismo tiempo, el Consejo ECOFIN reiteró que «la «euroización» unilateral no es compatible con el Tratado [...]. Un Estado miembro de la UE no puede adoptar el euro y unirse a la zona del euro sin cumplir todos los criterios definidos en el Tratado. Entre estos está el de conseguir un alto nivel de convergencia sostenible, según se define en el Tratado». El Consejo ECOFIN concluyó que «las consecuencias del marco del Tratado para el régimen monetario de Montenegro se detallarán a su debido tiempo, a más tardar en el momento de unas posibles negociaciones futuras de adhesión a la UE»⁴.

1 Informe del Consejo ECOFIN al Consejo Europeo de Niza sobre los aspectos de la ampliación relativos a los tipos de cambio, Bruselas, 8 de noviembre de 2000, nota de prensa del Consejo de la Unión Europea n.º 13055/00.

2 Posición del Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo relativa a cuestiones relacionadas con los tipos de cambio de los países adherentes, Fráncfort del Meno, 18 de diciembre de 2003.

3 Montenegro introdujo unilateralmente el euro como moneda de curso legal en enero de 2002.

4 Decisión del Consejo sobre la firma en nombre de la Comunidad Europea de un Acuerdo de Estabilización y Asociación entre las Comunidades Europeas y sus Estados miembros, por una parte, y la República de Montenegro, por otra, Bruselas, 9 de octubre de 2007, nota de prensa del Consejo de la Unión Europea n.º 13484/07.

5.2 DESAFÍOS EN MATERIA DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Un desafío que tienen planteado desde hace tiempo la mayoría de los países candidatos en relación con la estabilidad financiera es el predominio de los préstamos denominados en (o indicados a) monedas extranjeras⁸. El volumen de préstamos en moneda extranjera (especialmente en euros) se man-

tiene persistentemente alto en países como Croacia, la antigua República Yugoslava de Macedonia y Serbia (véase cuadro 4). Este tipo de préstamos entraña varios riesgos en relación con la estabilidad financiera tanto para los prestatarios como para los

8 Véase, por ejemplo, «Foreign currency lending in CESEE countries: evidence from the OeNB euro survey» y «Risks and costs associated with foreign currency lending», *The international role of the euro*, BCE, julio de 2011.

Cuadro 4 Algunos indicadores de estabilidad financiera de los países candidatos a la UE

(porcentajes)

	Préstamos morosos¹⁾	Ratio de adecuación del capital	Ratio de préstamos en moneda extranjera²⁾	Ratio activos líquidos/activos totales	Ratio préstamos/depósitos³⁾
Croacia	12,6	19,9	74,6	29,6	126,4
A.R.Y. de Macedonia	9,9	17,5	58,3	26,5	86,4
Islandia	22,9	21,7	28,0	16,0	124,2
Montenegro	15,5	16,5	...	19,9	...
Turquía	2,7	16,6	26,9	51,1	94,9
Serbia	18,8	19,7	75,6	36,7	...

Fuentes: Haver Analytics, FMI y fuentes nacionales.

Nota: Los datos corresponden al primer trimestre de 2012, salvo en el caso de Islandia (cuarto trimestre de 2011), Montenegro (cuarto trimestre de 2011) y Serbia (tercer trimestre de 2011).

1) En porcentaje de los préstamos totales.

2) Préstamos denominados en (o indicados a) monedas extranjeras en porcentaje de los préstamos totales.

3) Datos correspondientes al cuarto trimestre de 2011.

prestamistas. En la medida en que los prestatarios (ya se trate de hogares o empresas) no cubran esos préstamos, serán vulnerables al riesgo cambiario. Las entidades de crédito que conceden dichos préstamos están expuestas indirectamente al riesgo cambiario, que puede materializarse en forma de riesgo de crédito si los prestatarios que no cubren sus préstamos en moneda extranjera no pueden reembolsarlos plenamente debido a que la depreciación de la moneda nacional infle el valor de los reembolsos de deuda en esa moneda. Además, las instituciones financieras que otorguen préstamos denominados en moneda extranjera pueden quedar expuestas al riesgo de financiación si dependen en gran medida de la financiación mayorista o de los recursos proporcionados por un banco matriz más que de los depósitos locales⁹. Asimismo, los préstamos en moneda extranjera pueden estimular un crecimiento excesivo del crédito, dado que los tipos de interés extranjeros, más bajos, pueden incentivar un aumento de la demanda de préstamos, lo que, a su vez, podría contribuir a la formación de burbujas de precios de los activos y —si el préstamo en moneda extranjera se financia mediante entradas de capital (por ejemplo, flujos de capital a filiales locales a través de bancos matrices)— a la acumulación de desequilibrios externos insostenibles (véase también la sección 3).

Cabe señalar que los riesgos para la estabilidad financiera derivados de los préstamos denominados en moneda extranjera al sector privado no financiero no se limitan a los países candidatos y

posibles candidatos. De hecho, se aplican también a algunos Estados miembros de la UE de Europa Central y Oriental. Por este motivo, la Junta Europea de Riesgo Sistémico (JERS) ha publicado varias recomendaciones al respecto. Aunque van dirigidas a los Estados miembros de la UE, también son relevantes para los países candidatos y posibles candidatos¹⁰.

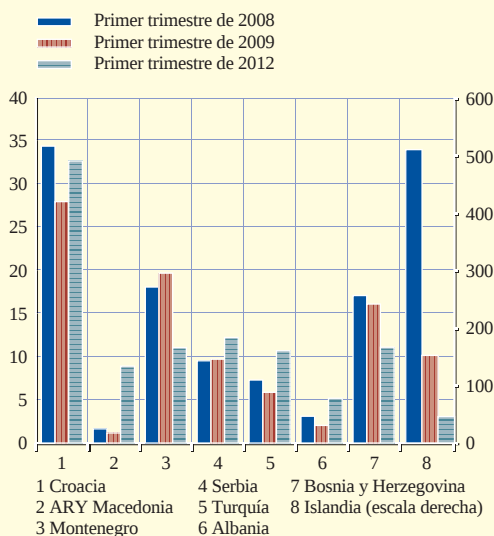
Más recientemente, los países candidatos han tenido que hacer frente también a algunos desafíos relacionados con la gestión de los riesgos de crédito y de liquidez de financiación a raíz de la crisis financiera mundial. Por lo que respecta al riesgo de crédito, si bien los sistemas bancarios de los países candidatos tienen ratios de adecuación del capital relativamente altos (véase cuadro 4), en algunos países, los ratios de morosidad han tendido a aumentar en los últimos años. Especialmente en los países en los que se prevé que las perspectivas económicas sigan siendo moderadas, preocupa la posibilidad de un nuevo deterioro de las carteras de préstamos de los bancos. En cuanto a los riesgos de liquidez de financiación, el riesgo principal radica en que se produzca un desapalancamiento desordenado por parte de los bancos extranjeros (muchos de los cuales tienen su sede central en la

9 Un problema que preocupa especialmente, habida cuenta de la fuerte presencia de instituciones extranjeras en los sistemas bancarios nacionales de los países candidatos, bien en forma de sucursales o de filiales.

10 Véanse las recomendaciones de la JERS sobre los préstamos en moneda extranjera publicadas en octubre de 2011 (www.esrb.europa.eu).

**Gráfico 7 Saldo de activos de las entidades
de crédito declarantes al BPI frente a los países
candidatos y posibles candidatos**

(en porcentaje del PIB)



Fuente: BPI.

Nota: Las cifras indican solo los activos frente al sector bancario.

UE), riesgo que, hasta ahora, ha logrado evitarse en gran medida¹¹ (véase gráfico 7).

La reducción observada en los últimos años en el saldo de activos de los bancos informantes al BPI frente a los sistemas bancarios de los países candidatos ha sido más pronunciada en el caso de Montenegro y, más especialmente, de Islandia (véase también recuadro 2). Es inevitable —e incluso justificado en la medida en que se corrijan los excesos del pasado— que se produzca cierto desapalancamiento. La evidencia disponible sugiere que el desapalancamiento por parte de los bancos extranjeros —medido por las variaciones intertrimestrales de las posiciones exteriores de los bancos informantes al BPI— cobró impulso en el segundo semestre de 2011, coincidiendo con las tensiones en los mercados de financiación y con los esfuerzos realizados por los organismos reguladores para mejorar la capitalización de las entidades extranjeras (o matrices). Sin embargo, el ritmo de desapalancamiento parece haberse estabilizado en el primer trimestre de 2012, coincidiendo con las medidas adoptadas para mejorar la financiación y las condiciones del capital de las

entidades de crédito en la UE y con la mejora del clima en determinados segmentos del mercado financiero. No obstante, habida cuenta de que persisten las tensiones en el sector bancario, probablemente se mantendrá el riesgo de que aumente de nuevo el desapalancamiento por parte de los bancos matrices en los países candidatos (y en otros países de la región). Para contrarrestar este riesgo a largo plazo, la creación de una sólida base de depósitos locales, sumada a unos mercados financieros nacionales viables constituiría posiblemente una piedra angular de la estrategia de política necesaria para hacer frente a las vulnerabilidades en esta materia.

5.3 DESAFÍOS EN MATERIA DE COMPETITIVIDAD

A diferencia de muchas otras economías emergentes, en las que los principales desafíos guardan relación con la necesidad de reconducir sus estrategias de desarrollo, abandonando la dependencia de un crecimiento inducido por las exportaciones para prestar más atención a la demanda interna, a los países candidatos se les plantea, en general, el reto de redirigir la atención hacia los factores determinantes del crecimiento externos en detrimento de los internos. De hecho, podría parecer que las políticas que hacen hincapié en el fortalecimiento del sector exterior son un requisito previo para imprimir un mayor dinamismo a la actividad económica, especialmente si los flujos de capital no retornan a los niveles observados antes de la crisis. Ello contribuiría también a corregir en mayor medida los desequilibrios externos acumulados en muchos países candidatos antes de la crisis.

Por consiguiente, es probable que los aspectos relativos a la competitividad cobren más importancia, habida cuenta también de las crecientes presiones que, en materia de competencia, tendrán que soportar estos países dentro del mercado único cuando se incorporen a la UE (y, en última instancia, a la zona del euro). Las cuestiones relativas a la competitividad en algunos países de la zona del euro son ilustrativas a este respecto.

11 Véase también «EU bank deleveraging – driving forces and strategies», *Financial Stability Review*, BCE, junio de 2012.

Cuadro 5 Evolución de los precios, los costes y las cuotas de mercado de exportación en los países candidatos

(índice 2007 = 100)

	Tipo de cambio efectivo real		Costes laborales unitarios		Cuota en los mercados mundiales de exportación	
	2005	2011	2005	2011	2005	2011
Croacia	97,4	99,3	94,0	107,4	101,9	79,5
A.R.Y. de Macedonia	100,1	102,2	90,9	121,0	82,0	104,6
Islandia	103,0	67,3	81,6	112,3	98,0	90,2
Montenegro	n/d	101,0	72,9	144,0 ¹⁾	83,5	91,0
Serbia	83,3	104,8	82,4	103,8	74,6	107,0
Turquía	85,5	112,0	86,0	104,8	98,0	99,0
UE 12	92,6	104,1	89,2	110,5	88,2	101,7
UE 15	98,9	95,9	96,6	108,9	102,0	86,4

Fuentes: BPI, Comisión Europea, FMI, Haver Analytics, estadísticas nacionales y cálculos del BCE.

Notas: La UE 12 comprende Bulgaria, Chipre, la República Checa, Estonia, Hungría, Letonia, Lituania, Malta, Polonia, Rumanía, Eslovaquia y Eslovenia. La UE 15 comprende Austria, Bélgica, Dinamarca, Finlandia, Francia, Alemania, Grecia, Irlanda, Italia, Luxemburgo, Países Bajos, Portugal, España, Suecia y Reino Unido.

1) Datos correspondientes a 2010.

En los años que precedieron a la crisis, los indicadores de competitividad en términos de precios y costes experimentaron un gradual deterioro en todos los países candidatos. Los incrementos de los costes laborales unitarios fueron particularmente pronunciados en Islandia, la antigua República Yugoslava de Macedonia, Montenegro y Turquía (que forma parte, discutiblemente, del proceso de convergencia). La evidencia disponible para la mayoría de los países candidatos sugiere que, en los últimos años anteriores a la crisis, la productividad no logró mantenerse al ritmo de los incrementos de los costes laborales unitarios. El incremento de los costes se asoció a un aumento de los precios (por ejemplo, en el sector de bienes no comerciables, hacia el que se canalizaron en gran medida las entradas de capital y el crédito), lo que dio lugar, a su vez, a apreciaciones de los tipos de cambio efectivos reales, especialmente en Serbia y Turquía. A pesar de esta evolución, la mayoría de los países candidatos registraron, de hecho, aumentos de sus cuotas de exportación en los mercados mundiales en el período que precedió a la crisis, debido en parte a la mayor apertura de estos países al comercio exterior.

Por el contrario, el inicio de la crisis se asoció, en general, a una caída de las cuotas de exportación, que resultaron particularmente pronunciadas en Croacia e Islandia, cuyas cuotas de exportación se habían reducido, a finales de 2011, por debajo de los niveles de 2005 (véase cuadro 5). Tras la crisis, los tipos de cambio efectivos reales de los países

candidatos se han depreciado, en general, o se han estabilizado, pero no ha sucedido lo mismo con los costes laborales. Otros factores relacionados con la calidad de las instituciones podrían haber afectado también a la competitividad. La evolución en este terreno sugiere que, si bien se han registrado mejoras significativas en los últimos años, los países candidatos siguen yendo a la zaga de los países de Europa Central y Oriental que se incorporaron a la UE en 2004 y 2007 (véase cuadro 1).

6 CONCLUSIONES

El crecimiento en los países candidatos era, en general, sólido antes de 2009, pero tendió a asociarse con un aumento de los desequilibrios externos e internos que resultó insostenible en presencia de una perturbación externa de la magnitud de la crisis financiera mundial. Posteriormente, el agotamiento de la financiación externa tras la quiebra de Lehman Brothers también sacó a la luz otros factores de vulnerabilidad que padecían desde hacía tiempo los países candidatos y que no se habían abordado en el contexto de la rápida expansión financiera que precedió a la crisis. Si bien la expansión financiera forma parte normalmente del proceso de convergencia, en algunos países dio lugar a una dinámica insostenible. Las medidas de política adoptadas para hacer frente a la crisis estuvieron condicionadas por los marcos de política monetaria y los regímenes cambiarios elegidos por las respectivas autoridades.

La experiencia de la crisis, sumada a las tensiones que aún se observan en algunos países de la zona del euro, debería recordar a las autoridades de los países candidatos la necesidad de perseverar en las medidas de política para lograr una convergencia sostenible y duradera. En una situación en la que el entorno exterior es menos favorable, estos países se enfrentan a desafíos muy importantes en diversos ámbitos. En materia de estabilidad financiera, resulta crucial, entre otras cosas, hacer frente a las vulnerabilidades derivadas de los préstamos denominados en moneda extranjera y gestionar los riesgos de crédito y de financiación. Por lo que respecta a la política monetaria, la primera prioridad ha de ser alcanzar y mantener la estabilidad de precios, para lo cual es necesario que los bancos centrales cuenten con un marco institucional sólido que garantice su independencia, en consonancia con el acervo comunitario de la UE. Otro desafío será el de satisfacer con éxito las mayores exigencias que, como cabría esperar, imponen los regímenes cambiarios estrictamente controlados, a los responsables nacionales de las políticas económicas, así como la necesidad de mantenerse alerta respecto a las relaciones que existen entre la política monetaria y la

estabilidad financiera en un marco dado. Mantener y mejorar la competitividad es también un requisito esencial para los países candidatos. La cuestión clave para muchos de ellos es cómo retornar a una senda de crecimiento económico más dinámico. Para ello es esencial reequilibrar la actividad económica desplazándola de los factores internos que determinan el crecimiento a los factores externos, partiendo del supuesto de que la abundante afluencia de capital y crédito que respaldó la demanda interna antes de 2009 no era sostenible ni volverá a materializarse hasta ese punto en el futuro.

En general, hay que tener presente que, tanto la pertenencia a la UE como la eventual adopción del euro, deberían considerarse como un medio para la consecución de un fin —a saber, una auténtica convergencia, estabilidad y prosperidad— más que como objetivos en sí mismos. Las tensiones que se observan actualmente en algunos países de la zona del euro deberían servir también para recordar que la adopción del euro no garantiza, por sí sola, el mantenimiento de la convergencia si no se aplican las políticas apropiadas ni se emprenden las reformas necesarias.