

---

# Los países aspirantes al ingreso en la UE. Estrategias de convergencia

*Este artículo ha sido elaborado por Enrique Alberola y Santiago Cardenal, del Servicio de Estudios.*

## 1. INTRODUCCIÓN

La caída de los regímenes socialistas de Europa central y oriental, acaecida a comienzos de los años noventa, abrió paso a un complejo período de transformaciones políticas y económicas de los países del área a lo largo de la pasada década. En la mayor parte de los casos, el balance ha resultado globalmente satisfactorio, al haberse producido avances notorios tanto en la consolidación de regímenes democráticos homologables a los de Europa occidental como en el establecimiento de mecanismos de mercado donde la iniciativa privada ha cobrado cada vez más protagonismo. Este progreso ha permitido un paulatino acercamiento a la Unión Europea (UE), con la que estos países han ido abriendo procesos de negociación encaminados a lograr la adhesión. Así, un primer grupo de países, constituido por Estonia, Eslovenia, Hungría, Polonia y la República Checa, iniciaron formalmente negociaciones con la UE en el año 1998; y, a partir del año 2000, lo hizo un segundo grupo formado por Bulgaria, Eslovaquia, Letonia, Lituania y Rumania.

Tras una primera fase en la que la instauración de un nuevo sistema institucional ha sido prioritaria, de cara al futuro los países candidatos deben abordar tres retos que tienen como horizonte común la incorporación a la UE: consolidación de los procesos de reforma y privatización en el marco de adaptación institucional y legal al acervo comunitario (*acquis communautaire*); progreso en la convergencia real que permita aproximar sus niveles de vida y bienestar a los de los futuros socios; y avances en la convergencia nominal que sustenten el progreso económico y permitan la incorporación a la Unión Económica y Monetaria (UEM) tras el ingreso. Estos tres objetivos no solo son compatibles entre sí, sino que, en una perspectiva de medio plazo, deben reforzarse mutuamente. Ahora bien, la continuación del progreso en la convergencia real y de los procesos de reforma puede generar dilemas de políticas económicas y crear problemas de estabilidad en el corto plazo, dificultando la convergencia nominal y obstaculizando, en definitiva, el propio avance en el proceso de convergencia real.

En este artículo se pretende analizar cuáles son estos dilemas de política económica y realizar una evaluación de las alternativas cambiantes y monetarias que se presentan. La conclusión de esta evaluación es que ninguna estrategia está libre de problemas: por un lado, la

adopción de un objetivo cambiario explícito, que hasta las crisis de los mercados emergentes entre 1997 y 1999 había tendido a ser la opción más utilizada, no garantiza, por sí misma, la consecución de un alto grado de estabilidad y el avance en la convergencia nominal; por otro lado, la renuncia al objetivo cambiario y su sustitución por una estrategia monetaria que permita cimentar una credibilidad antinflacionista, como la basada en objetivos directos de inflación, se presenta, en principio, como una alternativa a considerar para países que, como la mayoría de los aspirantes, han alcanzado tasas de inflación moderadas, pero pueden encontrar problemas para consolidar su credibilidad e imponer un tono demasiado restrictivo a la política monetaria cuando la economía aún no ha alcanzado la suficiente flexibilidad. En definitiva, la elección depende de las circunstancias de cada país y del estadio alcanzado en el período de transición, y, en todo caso, debe aspirarse a alcanzar un entorno de estabilidad macroeconómica sin obstaculizar la senda de crecimiento sostenido.

El artículo se organiza como sigue. En la sección segunda se repasan brevemente las características de los países aspirantes de Europa del Este y se describe el progreso en la convergencia real y nominal alcanzado hasta la fecha. En la sección tercera se enumeran algunos elementos del proceso de convergencia real que pueden constituir dificultades potenciales en la tarea de estabilización económica, y en la sección cuarta se evalúan, en base a estas circunstancias y a las perspectivas de adhesión, las estrategias de política monetaria y cambiaria. En la sección quinta se resumen las conclusiones.

## 2. CONVERGENCIA REAL Y NOMINAL EN LAS ECONOMÍAS DE EUROPA DEL ESTE

Los países en transición de Europa del Este no solo comparten la herencia de un sistema económico similar, sino una serie de características económicas y, sobre todo, el propósito común de incorporarse a la UE en un horizonte de medio plazo. La convergencia real, entendida como el proceso de aproximación a los niveles de renta medios de la UE, y la convergencia nominal, que conlleva el logro de un grado de estabilidad macroeconómica similar al alcanzado por los países de la UE, constituyen prerrequisitos efectivos de adhesión, si bien ciertamente no formalizados en objetivos cuantificados.

### 2.1. Rasgos estructurales

Tal como muestra el cuadro 1, los países aspirantes presentan economías caracterizadas por un reducido tamaño, en términos

de población y producción, con la excepción de Polonia y Rumania, y por unos niveles de renta *per cápita* muy inferiores al de la UE, tanto en los países incluidos dentro del grupo I, los que iniciaron las conversaciones de adhesión en el año 1998, como los del grupo II, que las iniciaron en el año 2000. La estructura sectorial del producto interior bruto (PIB) de estos países refleja, en un buen número de casos, unos pesos relativamente elevados de los sectores agrícolas (como en Polonia o Bulgaria) e industriales (derivados en este último aspecto, especialmente, de la peculiar orientación productiva de las antiguas economías planificadas), y, en consecuencia, una participación de las actividades de servicios inferior a la media de las economías desarrolladas. Por lo que se refiere a la composición de la demanda, destaca la reducida tasa de ahorro en relación con la inversión, derivada, en parte, del insuficiente desarrollo de los mercados bancarios y financieros nacionales, lo que ha implicado altos niveles tradicionales de déficit por cuenta corriente y un elevado recurso a la financiación exterior. En este último aspecto ha sido fundamental el notable flujo de inversiones directas extranjeras (superiores, en promedio, al 4 % del PIB en 1999) recibidas por los países del área. También es relevante señalar que, a pesar de los avances en el proceso de privatización de la actividad económica, la presencia del sector público en la economía sigue siendo destacada. Si bien el peso del gasto público es similar al promedio de la UE (algo más del 40 %, en términos de PIB), la gran cantidad de precios administrados y la pervivencia de un importante número de empresas públicas subraya la relevancia que el Estado sigue manteniendo en el funcionamiento de los procesos económicos.

En paralelo al proceso de transformación económica, las economías en transición de Europa del Este han incrementado su grado de apertura al comercio exterior, si bien el grado efectivo de dicha apertura era, todavía en 1999, inferior al 50 % del PIB en la mayor parte de ellas. Un aspecto fundamental en este proceso ha sido la gradual reorientación de los flujos comerciales, y, en especial, un incremento sustancial y continuado de los intercambios respectivos con el conjunto del área de la UE, estando situado el peso del comercio comunitario en torno a dos tercios del total de comercio exterior para los países del primer grupo y algo más del 50 % en los países del segundo, con la excepción de Bulgaria y Letonia.

### 2.2. Convergencia real

El proceso de convergencia real en estos países se ha visto lastrado por la situación exis-

CUADRO 1

## Europa del Este. Población y datos económicos básicos (1999)

Valores y porcentajes

	Poblac.	PIB	Ahorro (a)	Inversión (a)	Bal. c/c	Inv.Dir.Extr. (b)	Gasto público (c)	Grado de apertura (d)	Particip. UE (e) en (%) Media
	(millones)	(mm dólar)	(% PIB)	(% PIB)	(% PIB)	(% PIB)	(% PIB)	(% PIB)	
<b>Grupo I (f)</b>									
Estonia	1,4	5,1	29,5	30,9	-6,2	4,6	38,6	81,1	57,6
Eslovenia	2,0	21,7	24,9	25,2	-2,9	0,2	46,2	78,9	67,5
Hungría	10,1	48,4	26,6	31,5	-4,3	2,9	46,4	58,8	68,5
Polonia	38,7	154,1	20,1	27,6	-7,5	4,3	45,5	22,0	67,1
República Checa	10,3	53,1	29,5	30,9	-2,0	9,1	41,1	49,7	63,8
<i>Total / Media (g)</i>	<i>62,5</i>	<i>282,4</i>	<i>23,5</i>	<i>29,0</i>	<i>-4,6</i>	<i>4,2</i>	<i>43,6</i>	<i>58,1</i>	<i>64,9</i>
<b>Grupo II (h)</b>									
Bulgaria	8,3	12,7	12,6	18,0	-5,4	6,1	40,3	26,2	47,4
Eslovaquia	5,4	18,8	30,7	35,6	-5,7	3,7	44,5	45,9	53,1
Letonia	2,4	6,3	20,6	28,6	-9,7	5,8	41,5	51,5	56,0
Lituania	3,7	10,6	17,1	27,8	-11,2	4,5	39,3	38,0	44,1
Rumania	22,4	34,2	16,1	19,9	-3,8	2,4	38,3	16,3	61,1
<i>Total / Media (g)</i>	<i>42,2</i>	<i>82,6</i>	<i>18,9</i>	<i>24,1</i>	<i>-7,2</i>	<i>4,9</i>	<i>40,8</i>	<i>35,6</i>	<i>52,3</i>

Fuentes: FMI, Banco Mundial, OCDE y J. P. Morgan.

(a) Agregados ponderados por PIB en paridades de poder adquisitivo.

(b) Inversión directa extranjera neta.

(c) AAPP, 1998.

(d) Total de comercio (exportación + importación) sobre PIB nominal.

(e) 1998, Unión Europea-15.

(f) Países que iniciaron negociaciones con la UE en el año 1998.

(g) Total para población y PIB.

(h) Países que iniciaron negociaciones con la UE en el año 2000.

tente a comienzos de los años noventa, puesto que el colapso del sistema de planificación centralizada no solo requirió un costoso proceso de reestructuración económica, sino que llevó aparejado el crecimiento sustancial de los desequilibrios económicos, que se tradujo en una notable elevación de las tasas de inflación.

De este modo, durante una fase inicial, que se extiende a lo largo de la primera parte de la década, se produjeron en todos los países fuertes descensos de la actividad, que, en términos acumulados del PIB, oscilaron entre el 20 % en la República Checa y el 50 % en Letonia (véase gráfico 1). En la base de esta negativa evolución cabe señalar las dificultades de la puesta en marcha de los procesos de transición al sistema de economía de mercado y la inadecuación del capital instalado respecto a los nuevos patrones de especialización productiva derivados del abandono del sistema de planificación y de la apertura al exterior, que supuso una contracción dramática de la productividad total de los factores. Ambos elementos se conjugaron con la necesidad de alcanzar paulatinamente unos niveles razonables de estabilidad macroe-

conómica a través de severos programas de estabilización, sin los que el crecimiento económico a medio plazo se habría visto seriamente limitado.

En los años 1994 y 1995, sin embargo, los avances conseguidos en dichos procesos permitieron a la mayoría de las economías —con las excepciones de los países más retrasados en ambos terrenos, como Rumania o Bulgaria— iniciar una fase de acelerada convergencia real con los países de la UE, con tasas de crecimiento medio anual del PIB que han superado el 4 % en Polonia, Eslovaquia, Estonia y Eslovenia. Esta convergencia se ha producido tanto en términos de renta *per cápita* como en productividad, como se recoge en el gráfico 2, aunque el ritmo de crecimiento de esta última ha sido superior al del PIB en los últimos años (un 45 % de crecimiento acumulado, frente al 30 % en el caso del PIB). En todo caso, el gráfico 1 muestra que los niveles reales del PIB en 1999 solo eran superiores a los registrados en 1989 en tres países (Eslovenia, Polonia y Eslovaquia) y que este proceso puede verse sometido a fases de estancamiento o reversión, como

GRÁFICO 1

**Evolución del PIB en las economías en transición  
(Base 100 = 1989)**

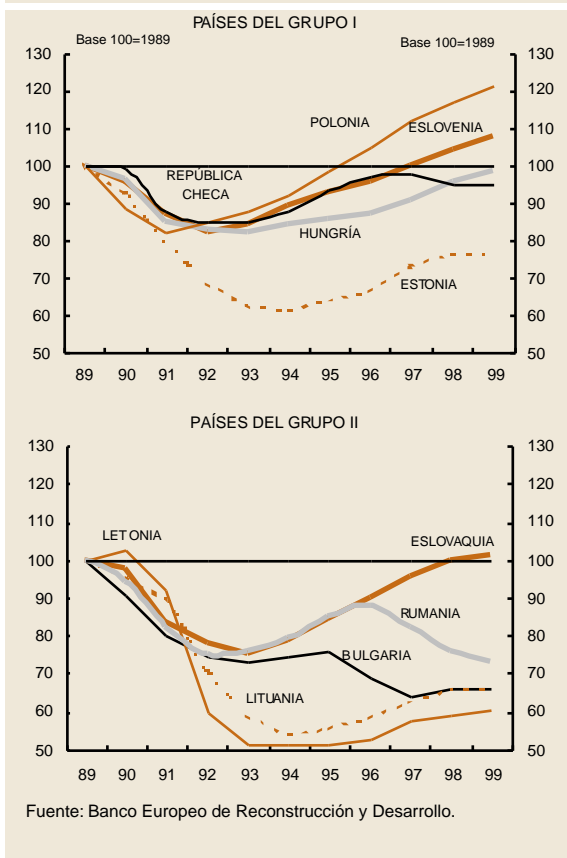
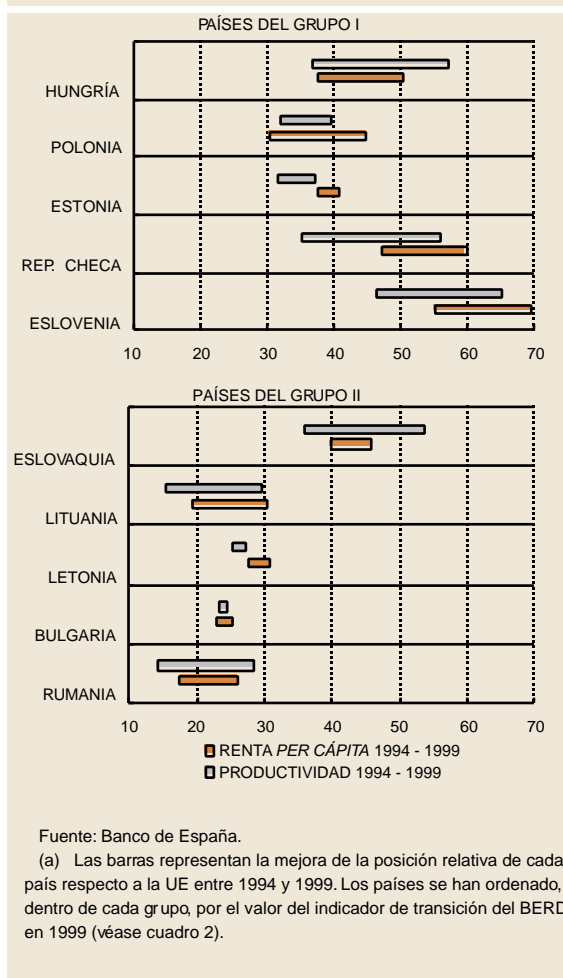


GRÁFICO 2

**Economías en transición:  
convergencia en renta per cápita y productividad (a)  
(UE = 100)**



ha sucedido en los países bálticos a raíz de la crisis rusa de 1998 o en la República Checa en los últimos años.

En definitiva, contemplado en el conjunto de la década, el proceso de convergencia real ha alcanzado unos resultados reducidos, especialmente en relación con las expectativas suscitadas inicialmente por el proceso de transformación de sus economías al sistema de mercado. No obstante, el perfil de ajuste y los avances han diferido según países. Así, en general, los países del primer grupo sufrieron caídas inferiores de la actividad y han tendido a avanzar más en el proceso de convergencia real que los del segundo grupo, como muestran los gráficos.

Este comportamiento diferente de los países no solo ha dependido de la distinta posición de partida, sino también de su capacidad para modular adecuadamente el ritmo de liberalización y transformación económica. A pesar de que este proceso tiene un carácter eminentemente cualitativo, el Banco Europeo de Reconstrucción y Desarrollo (BERD) ha confeccionado un índice que pretende cuantificar el progreso de las reformas en los mercados e instituciones,

aspectos básicos del proceso de transición. El indicador de transición, que aparece en el cuadro 2 para los años 1995 y 1999, toma en consideración el alcance de la privatización de empresas, la liberalización de prácticas y precios en los mercados no financieros, y las reformas y desregulación de los mercados financieros (1). El progreso en la transición y en la privatización no solo ha diferido sensiblemente entre países, sino que, al comparar este cuadro con los gráficos 1 y 2, se observa que el valor alcanzado por el indicador de transición está estrechamente vinculado a la evolución de la convergencia real. Así, las economías con indicadores de transición más elevados, en torno a 4, que coinciden básicamente con las del pri-

(1) Sobre cada uno de estos aspectos se elabora un indicador cuyo rango es de 1 a 4+, siendo 1 representativo de una economía planificada y 4+ el correspondiente a las economías avanzadas. El indicador de transición que aparece en el cuadro siguiente es una media aritmética de estos indicadores.

CUADRO 2

## Europa del Este: transición económica y peso del sector privado

Índices y porcentaje

	Transición (a)		Sector privado (b)		
	Indicador Transición (IT)		(% PIB)		
	1999	1995	1999	1995	1990
<b>Grupo I (c)</b>					
Estonia	3,5	3,3	75	62	10
Eslovenia	3,3	3,2	55	40	11
Hungría	3,7	3,5	80	60	19
Polonia	3,5	3,3	65	58	27
República Checa	3,5	3,5	80	70	5
<i>Media</i>	3,5	3,4	71	58	14
<b>Grupo II (d)</b>					
Bulgaria	2,9	2,5	60	36	9
Eslovaquia	3,3	3,3	75	60	6
Letonia	3,1	2,8	65	60	10
Lituania	3,1	2,9	70	55	11
Rumania	2,8	2,5	60	40	16
<i>Media</i>	3,0	2,8	66	50	10

Fuentes: BERD y FMI.

(a) Los índices van desde 1 hasta 4,3, siendo este último valor representativo de una situación similar a la de los países industrializados.

(b) Estimación.

(c) Países que iniciaron negociaciones con la UE en el año 1998.

(d) Países que iniciaron negociaciones con la UE en el año 2000.

mer grupo, son las que, en general, registraron menores descensos medios del nivel del PIB real en la primera parte de la década y —con alguna excepción, como es el caso de la República Checa— mayores ritmos de crecimiento y avances en el proceso de convergencia real con la UE durante el quinquenio posterior. Por el contrario, los países más retrasados, que presentan valores del indicador en torno a 3 y que están concentrados en el segundo grupo, han tendido a sufrir caídas iniciales mayores de la actividad y, posteriormente, su proceso de convergencia ha sido más pausado o se ha estancado; con la excepción de Eslovaquia, que, en cualquier caso, es el país que presenta un índice de transición más elevado dentro de este segundo grupo.

### 2.3. Convergencia nominal

La convergencia nominal de los países aspirantes, caracterizada por la evolución de los precios y las finanzas públicas con relación a los niveles medios respectivos de la UE, ha registrado avances sensibles en la segunda mitad de la década de los noventa, a medida que se fueron superando los fuertes desequilibrios del período 1990-1995 y afianzando, en la ma-

yoría de los países, las políticas de estabilización macroeconómica (véase cuadro 3).

Como se ha constatado, el control de la inflación ha constituido en la primera fase de la transición una de las prioridades básicas de las políticas económicas de los distintos países, de forma que ya en 1998 la inflación media del área se redujo hasta el 15,1 % —menos de la mitad del 35 % correspondiente al conjunto del período 1989-1999— y, en el año 1999, se alcanzaron tasas por debajo de la cota del 10 %, salvo en Eslovaquia y, especialmente, en Rumania, que siguió presentando tasas de inflación relativamente elevadas (45,8 % en 1999). Esta situación de conjunto ha permitido una importante reducción del diferencial de inflación frente al área de la UE, desde un nivel del 13,7 % en 1998 hasta el 7,7 % en 1999. Por lo que respecta a las finanzas públicas, la evolución reciente de las economías del área ha arrojado unos niveles medios de déficit público (en porcentaje del PIB) ligeramente superiores todavía al 3 % (que puede tomarse como nivel de referencia, al ser el establecido en el Tratado de la Unión Europea), aunque en el año 1999 el déficit promedio repuntó hasta el 5 %, como consecuencia de la fase bajista del ciclo que atravesaron algunas economías, como la

CUADRO 3

## Europa del Este: convergencia nominal

Tasas de variación interanual y porcentajes

	Inflación (IPC) (a)			Déficit público (% PIB)		Deuda pública (% PIB)	
	1989-1999 (b)	1998	1999	1998	1999	1998	1999
<b>Grupo I (c)</b>							
Estonia	24,3	8,1	3,3	-0,3	-8,6	4,6	...
Eslovenia	12,9	8,0	6,1	-5,8	-3,6	24,0	25,8
Hungría	19,7	14,3	10,0	-5,6	-3,7	61,1	59,9
Polonia	49,2	11,8	7,3	-3,0	-3,7	42,9	42,8
República Checa	7,8	10,6	2,1	-1,6	-3,7	10,8	12,4
Media	22,8	10,6	5,8	-3,3	-4,7	28,7	...
<b>Grupo II (d)</b>							
Bulgaria	68,4	22,3	2,1	1,5	-1,0	82,1	76,2
Eslovaquia	14,3	6,7	10,7	-5,8	-3,6	23,7	23,6
Letonia	35,0	4,7	2,4	-0,8	-8,5	...	...
Lituania	41,0	5,1	0,8	-5,8	-8,5	...	...
Rumania	76,1	59,1	45,8	-3,0	-3,4	...	...
Media	47,0	19,6	12,4	-2,8	-5,0	...	...
<b>TOTAL</b>							
Media (e)	34,9	15,1	9,1	-3,1	-4,9	40,8	40,2

Fuentes: FMI y BERD.

(a) Tasa de variación interanual.

(b) Media del período.

(c) Países que iniciaron negociaciones con la UE en el año 1998.

(d) Países que iniciaron negociaciones con la UE en el año 2000.

(e) Deuda pública: excluidos los países bálticos y Rumania.

República Checa, Rumania y Bulgaria, y, muy especialmente los estados bálticos, debido a su mayor exposición a la crisis rusa, donde el déficit ha superado el 8 % del PIB. Por último, los valores disponibles de la deuda pública se han movido desde 1997 en niveles relativamente moderados y estables en la mayoría de los países considerados. Así, la media de la *ratio* deuda pública/PIB (excluidos Rumania y los países bálticos) se ha situado ligeramente por encima del 40 % del PIB en los últimos años, y tan solo Bulgaria ha registrado un nivel de deuda pública sensiblemente superior al 60 %.

En definitiva, persisten diferencias sustanciales en el grado de convergencia nominal respecto a la UE, especialmente en el terreno de los precios, y las finanzas públicas, aunque en principio muestran una situación relativamente saneada, pueden verse potencialmente comprometidas en el futuro por razones que se analizan en la sección siguiente.

### 3. INTERACCIÓN ENTRE LA CONVERGENCIA REAL Y LA ESTABILIDAD NOMINAL

Una vez que los países aspirantes han avanzado sustancialmente en su transformación eco-

nómica, la consolidación del proceso de convergencia nominal —que debe cristalizar en un grado creciente de estabilidad macroeconómica— está destinada a cobrar una mayor importancia relativa, no solo por los requisitos enumerados en el Tratado de Maastricht para acceder a la UEM, sino por su íntima relación con los avances en el proceso de convergencia real.

La relación entre estabilidad nominal y crecimiento económico resulta incuestionable: la estabilidad macroeconómica es una condición necesaria para mantener a la economía en una senda sostenible de crecimiento que permita a los países candidatos mejorar su nivel de desarrollo y acercar sus niveles de renta *per cápita* al promedio de las economías de la UE. Menos evidentes resultan, por el contrario, las consecuencias del proceso de convergencia real sobre la capacidad de la economía para lograr un entorno de estabilidad. De hecho, algunos rasgos del proceso de *catching up* en los países candidatos pueden introducir factores de inestabilidad en la transición y condicionar los avances en la convergencia nominal, lo que podría acabar obstaculizando el proceso de convergencia real. Se pueden destacar tres elementos particularmente relevantes en este contexto: la situación de las finanzas públicas, los efectos

derivados de la convergencia en productividad y las necesidades de financiación externa.

A pesar de que la situación actual de las *finanzas públicas* del conjunto de países candidatos puede valorarse positivamente, existen elementos potenciales de riesgo que, en el futuro, podrían ensombrecer las perspectivas presupuestarias. Como es bien sabido, el nivel de desarrollo económico tiende a promover demandas sociales de mejores servicios públicos y de una red de protección social que, en el caso de los países candidatos, aspiran a asimilarse a las existentes en el promedio de la UE; por otro lado, las posibilidades de crecimiento pueden verse limitadas por las deficiencias en las dotaciones de capital público y humano. En los países candidatos, donde los niveles de gasto público son ya elevados, sobre todo si se consideran en relación con su estadio de desarrollo económico (véase cuadro 1), ambos elementos pueden llegar a ejercer una fuerte presión sobre las finanzas públicas a medida que se avance en el proceso de desarrollo. Estos y otros condicionantes, como la falta de consolidación de los sistemas fiscales, que genera situaciones de fraude fiscal, resistencias a incrementos de la base imponible agregada y problemas de control de gasto, y la paulatina reducción de ingresos procedentes de los procesos de privatización, pueden condicionar en el futuro el logro del equilibrio presupuestario (2). Si esto ocurriera, la política fiscal tendría escaso margen de maniobra para desempeñar su papel estabilizador, e incluso podría acabar adoptando un tono sistemáticamente expansivo.

En segundo lugar, los procesos de reestructuración y modernización conllevan un fuerte incremento de la productividad, particularmente en el sector industrial, que permite avanzar en el proceso de *convergencia en productividad* frente al resto de países europeos, como se observa en el gráfico 2. Así, en los países del primer grupo para los que existen datos ( Hungría, Polonia y la República Checa) la productividad del sector manufacturero ha crecido a tasas superiores al 10 % anual desde 1994, mientras que el crecimiento medio de la productividad agregada alcanzó el 7,5 %. Los desequilibrios sectoriales que acompañan a este proceso de convergencia en productividad solo pueden ser corregidos a través de un ajuste de precios relativos, que se traduce en una apreciación del tipo de cambio real. Este ajuste, también conocido como efecto *Balassa-Samuelson*, se fun-

damenta en que el incremento de la productividad en el sector industrial induce presiones salariales y de precios sobre el resto de la economía. En efecto, el incremento del salario real derivado de las ganancias de productividad en el sector manufacturero, cuyos precios están dados en el mercado internacional, se traduce en aumentos del salario nominal; la presión salarial resultante en el sector servicios, donde la productividad suele crecer a ritmos más reducidos y cuyos precios no están en general restringidos por la competencia exterior, tiende, por el contrario, a trasladarse a incrementos de precios. La evolución divergente del precio de los servicios presiona al alza la inflación agregada y provoca una apreciación del tipo de cambio real. El problema para las autoridades económicas es identificar en qué medida los diferenciales de inflación se deben a este proceso de convergencia en productividad, lo que no sería preocupante, o a las rigideces presentes en la economía, en cuyo caso se requeriría una respuesta adecuada por parte de la política monetaria.

Por último, es conveniente detenerse en la evaluación de los altos déficit por cuenta corriente que muestran los países candidatos, que, en principio, evidencian un desequilibrio externo muy acentuado (4,6 % de promedio en el área) (véase cuadro 1) que les situaría en una situación de alta vulnerabilidad. Sin embargo, debe tenerse en cuenta que el déficit corriente también refleja las *necesidades de financiación externa*, que en estos países con mercados de capitales infradesarrollados y reducidas tasas de ahorro, y en pleno proceso de transformación económica, no solo tienden a ser elevadas, sino que son fundamentales para sustentar el proceso de crecimiento. Los fuertes flujos de inversión directa procedentes del exterior representaron en 1999 en torno al 4 % del PIB del área y, por lo tanto, cubrieron la casi totalidad del déficit corriente (véase cuadro 1). En algunos países, como la República Checa o Bulgaria, la inversión directa fue incluso superior al déficit corriente, dando lugar a un superávit en la balanza básica. Por lo tanto, se puede argumentar que el desfase en la cuenta corriente es, al menos en parte, producto del proceso de convergencia real. Existen, en todo caso, dos riesgos asociados a las entradas masivas de flujos de capital. Por un lado, que la entrada de capitales cambie su orientación hacia movimientos especulativos de corto plazo, lo cual incrementaría la vulnerabilidad de las economías: la limitada liberalización de la cuenta de capital y el escaso desarrollo de los mercados financieros sesgan las entradas de capitales hacia el largo plazo en los países aspirantes, pero es previsible que dicho sesgo disminuya a medida que se avance en ambos aspectos. Por otro

(2) Las líneas de financiación privilegiada disponibles, a través del BERD o de la propia UE, podrían mitigar esta situación; sin embargo, las perspectivas presupuestarias comunitarias sugieren que los fondos serán relativamente más reducidos que en pasados episodios de ampliación.

lado, y en cualquier caso, las entradas de capital a ritmos elevados pueden inducir un excesivo sobre calentamiento de la economía y una apreciación del tipo de cambio que alimente los desequilibrios económicos (3).

En definitiva, los efectos de la convergencia real sobre la evolución de las variables nominales, reales y financieras de la economía pueden generar desequilibrios en el corto plazo que sitúan a las autoridades económicas ante un dilema difícil de resolver: si se actúa decididamente para corregir los desequilibrios, la economía puede sufrir una recesión que interrumpa el proceso de convergencia real; si, por el contrario, se deja de actuar, sobre la base de que los desequilibrios son una consecuencia inevitable del propio proceso de convergencia, y con la expectativa de que las positivas perspectivas futuras de las economías en el ámbito de la UE permitan mantener el dinamismo de la economía, se puede terminar generando una pérdida de confianza en la capacidad de mantener una senda de crecimiento sostenido en el largo plazo ante la acumulación de los desequilibrios, lo que supondría, sin duda, un empeoramiento de las posibilidades de convergencia real en el futuro.

#### 4. ESTRATEGIAS MONETARIAS Y CAMBIARIAS

Así pues, las autoridades económicas de los países candidatos se enfrentan al reto de modular su actuación para evitar la acumulación de desequilibrios excesivos sin obstaculizar el proceso de convergencia real en curso. La elección de la estrategia monetaria y del régimen cambiario se presenta como un elemento central en este contexto, y debe tener en cuenta los factores descritos, así como la experiencia reciente de los regímenes cambiarios en las economías emergentes.

##### 4.1. Evolución de los regímenes cambiarios

Al inicio de la transición a la economía de mercado, la conveniencia de adoptar un ancla nominal externa para conseguir un grado suficiente de estabilidad nominal indujo a los paí-

(3) Dada la estrecha relación existente en estos países entre la evolución de la productividad y los flujos de inversión directa extranjera, puede argumentarse que la apreciación del tipo de cambio derivada de la entrada de capital anticipa el efecto Balassa-Samuelson, por lo que su efecto sobre la competitividad sería inocuo. Sin embargo, el retardo con el que la instalación del nuevo capital se traduce en ganancias efectivas de productividad puede generar pérdidas de competitividad en el corto plazo.

ses en transición a adoptar, en su mayoría, regímenes de tipo de cambio fijos o intermedios, como el *crawling peg* (véase cuadro 4); algunos, como Estonia o Lituania, optaron incluso por la rigidez extrema impuesta por el *currency board*. Las sucesivas crisis que han afectado a los países emergentes a partir de 1997 han demostrado las dificultades de sostenibilidad de los regímenes intermedios y han provocado una marcada polarización entre regímenes muy rígidos, como el *currency board*, y regímenes de tipo de cambio flexible. Otro factor importante para explicar el abandono de los regímenes intermedios es la moderación de las tasas de inflación alcanzada bajo dichos regímenes, que ha facilitado la renuncia a un ancla externa explícita y su sustitución, en países como la República Checa y Polonia, por una estrategia monetaria de objetivos directos de inflación.

Las expectativas de adhesión a la UE y, posteriormente y previo cumplimiento de los criterios de convergencia previstos en el Tratado de Maastricht, a la UEM permiten definir el punto final del proceso de integración monetaria: un período de permanencia en el SME II en algún momento a partir del ingreso en la UE, como paso previo a la adopción del euro. No obstante, este horizonte no determina la estrategia cambiaria en el proceso de transición.

##### 4.2. Consideraciones sobre las alternativas cambiarias en el período de transición

La heterogeneidad de los regímenes cambiarios y monetarios adoptados por los países candidatos y la variedad de resultados macroeconómicos alcanzados no permiten identificar una estrategia óptima, sino que, más bien, parecen indicar que el régimen más adecuado depende de las características particulares de cada país y del estadio alcanzado en el proceso de transición. En cualquier caso, las perspectivas generales de adhesión a la UE y los posibles efectos desestabilizadores derivados del proceso de convergencia real permiten realizar algunas consideraciones sobre las alternativas cambiarias y monetarias a disposición de estos países.

La perspectiva de una futura adhesión a la UE y a la UEM puede permitir a los países candidatos beneficiarse de un cierto *plus* de credibilidad en la gestión de sus políticas monetarias y cambiarias, que tenderá a ser mayor a medida que se aproxime la fecha de incorporación; además, en el ámbito de los períodos transitorios que son de aplicación a los nuevos países miembros, estos países pueden beneficiarse de



CUADRO 4

## Europa del Este: estrategias cambiarias

	Antes de la crisis (a)	Después de la crisis (a)
<b>Grupo I</b>		
Estonia	<i>Currency board</i> (euro)	=
Eslovenia	Flotación/Objetivo monetario amplio	=
Hungría	<i>Crawling peg</i>	=
Polonia	<i>Crawling peg</i>	Flotación (99)/Objetivos directos de inflación
República Checa	<i>Crawling peg</i>	Flotación (97)/Objetivos directos de inflación
<b>Grupo II</b>		
Bulgaria	Flotación/Política monetaria discrecional	<i>Currency board</i> (97)
Eslovaquia	<i>Crawling peg</i>	Flotación (98)/Sin «ancla» específica
Letonia	Tipo de cambio fijo (DEGs)	=
Lituania	<i>Currency board</i> (dólar)	=
Rumania	Flotación/Política monetaria discrecional	=

Fuentes: FMI, WEO (varios números).

(a) Las crisis cambiarias en los países emergentes se produjeron en 1997 (crisis asiática), 1998 (crisis rusa) y 1999 (crisis brasileña).

una liberalización gradual de los movimientos de capitales, sin que su capacidad de financiación se vea sustancialmente mermada, debido precisamente a que las perspectivas de ingreso en la UE incrementan el atractivo de estos países como destino de las inversiones extranjeras.

Las circunstancias descritas favorecerían, en principio, la sostenibilidad de regímenes cambiarios rígidos o intermedios (tipo de cambio fijo, pero ajustable, o *crawling peg*) durante el período de transición. Sin embargo, incluso bajo estas circunstancias relativamente favorables, esta opción no garantizaría la consecución de un grado satisfactorio de estabilidad económica, ni su sostenibilidad estaría exenta de dificultades. Los desequilibrios asociados al proceso de convergencia real descritos en la sección cuarta podrían dar lugar, si se verificaran, a un ciclo de expansión-recesión (*boom-bust*). Este tipo de ciclo, característico de los procesos de estabilización cambiaria en los países que carecen de la suficiente flexibilidad y presentan problemas estructurales, viene determinado por una aceleración de la actividad inducida por la caída de los tipos de interés y la mejora de la confianza interior y exterior, que generan aumentos del consumo y de la inversión. El dinamismo económico permite la financiación de los déficit públicos y corrientes, pero también tiende a generar desequilibrios comerciales, relajar la disciplina fiscal y provocar pérdidas de competitividad y presiones inflacionistas en el sector servicios, sobre todo cuando la economía no goza de suficiente flexibilidad, y pueden acabar por situarla en una senda inestable. Cuando las autoridades se plantean estabilizar la economía es cuando los elementos

considerados en la sección anterior pueden obstaculizar el ajuste y propiciar un aterrizaje brusco de la misma: la reducción del gasto público puede ser difícil de instrumentar, la evolución de la productividad en el sector manufacturero puede haber propiciado un proceso de inflación dual difícil de desactivar y los capitales exteriores pueden revertir su dirección si se reduce la confianza en las perspectivas económicas a corto y medio plazo [véase, por ejemplo, Calvo y Vegh (1999)].

Otro elemento relevante que puede actuar en contra de la adopción de regímenes de tipo de cambio fijo es el efecto Balassa-Samuelson, descrito en la sección tercera, que implica una apreciación del tipo de cambio real en el proceso de convergencia. Nótese que, si el tipo de cambio fuera fijo, la apreciación real se traduciría exclusivamente en un diferencial positivo de inflación con el exterior, obstaculizando la convergencia en precios. Los regímenes de *crawling peg*, que, en principio, permiten una mayor flexibilidad, empeoran este tipo de problemas, pues prevén, en todos los casos observados, la *depreciación* continuada de la moneda, con lo cual la apreciación implícita requeriría unos diferenciales de inflación aún mayores. Por otro lado, la existencia de diferenciales de inflación derivada de la convergencia en productividad puede verse exacerbada por elementos de rigidez y falta de competencia en los mercados de trabajo y de productos; la existencia de un objetivo cambiario explícito, en contraposición a un objetivo de precios, puede llevar a una interpretación excesivamente sesgada a favor de la hipótesis Balassa-Samuelson, restando atención a las rigideces estructurales de la economía.

La conclusión de este análisis apunta a los potenciales problemas de la fijación cambiaria en el proceso de transición. Conviene recordar, sin embargo, que la adopción de anclas cambiarias facilita el control de la inflación y que, en situaciones donde la credibilidad antiinflacionista es limitada y donde existe la expectativa de largo plazo de una apreciación real del tipo de cambio, el proceso desinflacionista puede ser más costoso en términos reales con un tipo de cambio flexible, que, por lo general, suele mostrar una excesiva volatilidad y una tendencia hacia la depreciación nominal. Por lo tanto, la adopción de un régimen de tipo de cambio flexible no está exenta de problemas y requiere, en cualquier caso, ser complementada con una estrategia monetaria que facilite el anclaje de las expectativas de inflación y una vigilancia especial de la evolución cambiaria.

En los últimos tiempos, las estrategias monetarias basadas en objetivos directos de inflación han proliferado tanto en los países desarrollados como en los emergentes, siendo, de hecho, recientemente adoptada por algunos de los países aspirantes, como la República Checa y Polonia. Cabe preguntarse si esta estrategia puede presentarse como una alternativa adecuada para aquellos países aspirantes en los que las tasas de inflación se han reducido a niveles moderados y el sistema financiero ha alcanzado un grado suficiente de desarrollo. En principio, la instrumentación de esta estrategia en los países aspirantes debe hacer frente a mayores dificultades que en los países desarrollados. Se pueden enumerar como principales obstáculos, que son comunes a los del resto de países emergentes, la carencia de credibilidad antiinflacionista, la falta de conocimiento de los mecanismos de transmisión de la política monetaria, el escaso desarrollo estadístico y capacidad de análisis por parte del banco central, la escasa amplitud y profundidad de los mercados monetarios y de capitales, y el elevado número de precios administrados.

La experiencia de otros países emergentes muestra, sin embargo, que esta estrategia se puede adaptar a estas particularidades a través del diseño específico de algunos aspectos de su instrumentación. Entre ellos destacan la especificación de un marco institucional particularmente formal, que permita reforzar la percepción de independencia, y la fijación de objetivos de inflación con un horizonte temporal de muy corto plazo (un año) que acompañen al objetivo de largo plazo, con el fin de acelerar el proceso de aprendizaje de la estrategia monetaria y de los mecanismos de transmisión de la política monetaria, a la vez que permiten adaptarse a perturbaciones inesperadas. Finalmente, el papel que desempeña el tipo de cambio en esta es-

trategia merece mención aparte. Por un lado, la dependencia de estos países de los flujos financieros procedentes del exterior y, en especial, de la zona del euro implica una alta sensibilidad de las condiciones financieras de la economía a las variaciones del tipo de cambio. Por otro lado, los estrechos vínculos comerciales en la UE y las perspectivas de integración aconsejan un seguimiento atento de la evolución del tipo de cambio respecto al euro, con el fin de evitar una excesiva volatilidad. Estos argumentos sugieren que el tipo de cambio debe constituir el indicador privilegiado de la política monetaria, tal como ocurre en los países que han adoptado esta estrategia, en los que nominalmente rige un régimen de flotación, pero donde las variaciones del tipo de cambio son estrechamente vigiladas.

Incluso con una instrumentación y un diseño adecuados, esta estrategia puede enfrentarse a otros problemas difícilmente soslayables. En primer lugar, la elevada proporción de precios administrados genera un dilema para la autoridad monetaria: si el objetivo de inflación se define en base al agregado habitual (el IPC, generalmente), el cumplimiento del objetivo depende en buena medida de la actuación del gobierno, que determina la evolución de los precios administrados, con lo que la percepción de independencia y, en consecuencia, la credibilidad del banco central podrían verse mermadas; si, por el contrario, se excluyeran los precios administrados, el objetivo de inflación sería más controlable, pero perdería relevancia (4). En segundo lugar, el objetivo de inflación debe tomar en consideración no solo propiciar la convergencia nominal, sino también el efecto Balassa-Samuelson, que, como se ha señalado, requiere unos diferenciales positivos de inflación con la UE; el problema es que es difícil determinar cuál es el diferencial de inflación óptimo para acomodar las ganancias de productividad. Cuando existen rigideces, un objetivo de inflación demasiado ambicioso puede generar procesos de reasignación sectorial ineficiente y desajustes reales, mientras que objetivos demasiado laxos facilitarían la pervivencia de dichas rigideces.

Este análisis de las alternativas cambiarias disponibles ha dejado al margen a los *currency board*, vigentes en Estonia, Lituania y Bulgaria. El régimen de *currency board* resulta, en la práctica, extremadamente difícil de abandonar sin causar un grave quebranto económico, y puede llevar aparejados numerosos problemas de sostenibilidad. Esto explica que los *currency board* hayan sido adoptados solo en circuns-

(4) En la mayor parte de los países emergentes se prefiere utilizar el IPC completo.

tancias excepcionales por estos países para estabilizar de un modo drástico la economía, como en el caso de Bulgaria en 1997, cuando presentaba una tasa de inflación superior al 1000 %.

## 5. CONCLUSIONES

El balance del proceso de transición en las economías de Europa del Este, en su primera década, puede ser considerado en su conjunto positivo, a pesar de que los progresos en la convergencia real han sido limitados. Los avances en la liberalización y transformación económica, que han ocupado los esfuerzos de estas economías durante la pasada década, han sentado las bases para mantener un proceso de crecimiento económico sostenido que les acerque a los niveles de desarrollo del resto de Europa y les permita, en un horizonte de medio plazo, acceder a la UE a la mayoría de ellos.

Se abre así una nueva etapa en el proceso de transición, en la que los aspectos relacionados con la convergencia nominal irán ganando relevancia, debido no solo a los requerimientos de los Tratados de Copenhague y Maastricht para el acceso a la UE y la UEM, respectivamente, sino también porque la estabilidad nominal es una condición fundamental para seguir avanzando de modo sostenido en el proceso de convergencia real. El propio progreso en la convergencia real puede imponer severas dificultades a la capacidad de estabilización de la política económica. En particular, es previsible que las potenciales dificultades de contención del gasto público, los efectos derivados de la convergencia en productividad y la dependencia de la financiación exterior impongan ciertas restricciones a dicha capacidad y puedan generar situaciones de desequilibrio que acaben interrumpiendo el proceso de convergencia real.

Como consecuencia de ello, las políticas económicas se enfrentan al dilema de recurrir a una estrategia que prevenga la aparición de desequilibrios u optar por una posición más contemporizadora con los desequilibrios, admitiendo que estos son producto del propio proceso de convergencia y confiando en que las buenas expectativas aparejadas a la futura adhesión pueden mantener a la economía sobre una senda de crecimiento sostenido. En el primer caso, se corre el riesgo de que el afán estabili-

zador obstaculice el avance en la convergencia real; en el segundo caso, existe una alta probabilidad de que los desequilibrios económicos hagan perder el control de la economía y se produzca un aterrizaje brusco que suponga una regresión en el proceso de convergencia real.

En principio, la elección del régimen monetario y cambiario se presenta como un elemento fundamental para instrumentar la estrategia económica adecuada. Mientras que los regímenes con objetivo cambiario explícito pueden inducir una mayor inestabilidad cíclica y obstaculizar la convergencia nominal, los regímenes de tipo de cambio flexible pueden encontrar dificultades para consolidar su credibilidad. En cualquier caso, y a la luz del análisis, se puede afirmar que las dificultades aparejadas a cualquier régimen cambiario se reducen con el grado de consolidación de las reformas y con la mayor flexibilidad económica que llevan aparejadas, por lo que es esencial que este proceso, que avanzó a un ritmo acelerado durante la primera década de transición, no pierda impulso en el futuro.

En definitiva, las estrategias económicas de los países aspirantes se enfrentan al difícil reto de modular las políticas de estabilización de tal modo que les sea posible guardar un justo equilibrio entre estabilidad y crecimiento, con el fin de mantener una velocidad de convergencia adecuada, evitando estrangular el proceso de convergencia real y una excesiva acumulación de desequilibrios. Este equilibrio depende del estadio alcanzado en el proceso de transición y de la capacidad de seguir avanzando en los procesos de reforma. El régimen monetario y cambiario constituye la piedra angular de esta estrategia, por lo que su elección está condicionada por las características propias de cada economía, sin que se pueda afirmar que exista un régimen cambiario óptimo para abordar el período de transición a la incorporación a la UE.

19.1.2001.

## BIBLIOGRAFÍA

BERD. *Transition Report*, varios números.

CALVO, G. y C. VEGH (1999). *Inflation stabilization and BOP crises in developing countries*, NBER WP, nº 6925.

FMI (2000). *World Economic Outlook*, septiembre.