

LA FINANCIACIÓN EXTERIOR Y EL ENDEUDAMIENTO DE LOS NUEVOS ESTADOS
MIEMBROS DE LA UE

LA FINANCIACIÓN EXTERIOR Y EL ENDEUDAMIENTO DE LOS NUEVOS ESTADOS MIEMBROS DE LA UE

Este artículo ha sido elaborado por Maitena Duce y Daniel Garrote, de la Dirección General Adjunta de Asuntos Internacionales.

Introducción

El acceso a la Unión Europea (UE) de los países de Europa Central y del Este el 1 de mayo de 2004 —Bulgaria y Rumanía lo hicieron el 1 de enero de 2007— propició un rápido desarrollo económico, con progresos notables en la convergencia real, incrementando su nivel de PIB per cápita, en promedio, desde un 55,4 % de la media de la UE 27 en 2004, hasta un 63,5 % en 2010 (véase el panel superior izquierdo del gráfico 1). Este proceso de convergencia se apoyó en cuantiosas entradas de capital extranjero, que contribuyeron a una rápida expansión del crédito y de la demanda interna. La contrapartida de esta fuerte expansión fueron las elevadas y persistentes necesidades de financiación externa, reflejadas en amplios déficits por cuenta corriente y en el consiguiente y progresivo incremento del endeudamiento externo, particularmente concentrado en el sector bancario, en el que existe una elevada presencia de la banca extranjera (véase el panel superior derecho del gráfico 1), y en el sector privado no financiero¹. Además, este patrón de crecimiento propició un recalentamiento de algunas de estas economías previo a la crisis financiera y presiones inflacionistas que eran cada vez más difíciles de manejar.

En cualquier caso, la acumulación de desequilibrios macroeconómicos y financieros a lo largo de los años de expansión (2004-2007) situó a la mayoría de estos países en una posición de especial vulnerabilidad ante la crisis financiera internacional. La crisis provocó un fuerte frenazo de los flujos de capital exterior, que indujo un severo ajuste económico interno y una notable disminución del déficit exterior —incluso algunos países pasaron a registrar superávit—. A su vez, la fuerte contracción de la actividad se tradujo en un deterioro adicional tanto de la posición deuda neta y la deuda externa de los países como del endeudamiento total de los diferentes sectores de la economía. La severidad de la crisis en Europa del Este confirma que, en un período de fuerte inestabilidad financiera y económica, los países más dependientes de la financiación exterior y con un mayor predominio de las inversiones más volátiles tienden a ser los más castigados por los mercados financieros, por su limitada capacidad de hacer frente a elevadas necesidades de financiación desde una perspectiva interna. En este sentido, resulta interesante analizar además de su posición neta, su nivel de endeudamiento y su composición por sectores. Otro elemento de interés en los países de Europa emergente es el papel que ha tenido la coordinación a nivel regional entre inversores exteriores, autoridades internas y organismos internacionales para mitigar los efectos de la crisis, a través de la llamada «Iniciativa de Viena».

En este artículo se describe la evolución de la financiación exterior y del endeudamiento de los países que entraron en la UE desde 2004 y que todavía no han adoptado el euro (en adelante, se denominarán nuevos Estados miembros de la UE)², distinguiendo claramente los dos períodos que se han mencionado antes. El artículo se estructura de la siguiente manera: en la sección 2 se analiza, por una parte, cómo han evolucionado el volumen y la composición de los flujos financieros y, por otra, el stock de activos y pasivos con el exterior en dichos países entre 2004 y 2010 —utilizando los datos de la Balanza de Pagos y de la Posición de

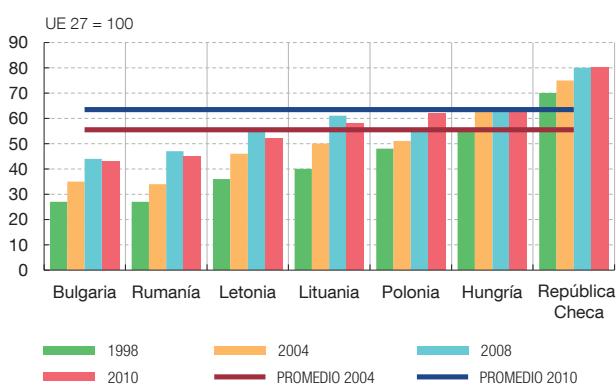
1 Véase Gordo y del Río (2009).

2 Incluye Polonia, Hungría, República Checa, Letonia, Lituania, Bulgaria y Rumanía. Se ha excluido del análisis a Estonia, dado que adoptó el euro en enero de 2011.

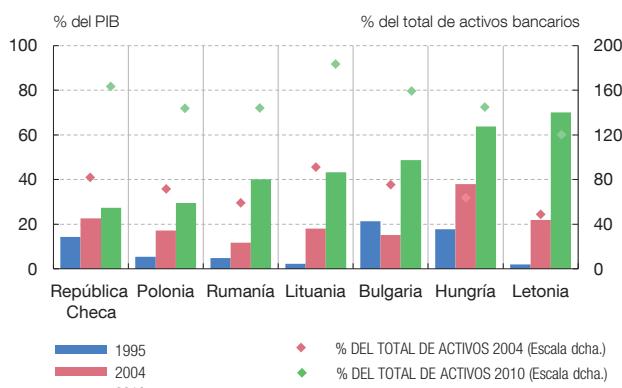
CONVERGENCIA REAL, INTEGRACIÓN FINANCIERA Y DETERMINANTES DEL CRECIMIENTO DE LA ACTIVIDAD

GRÁFICO 1

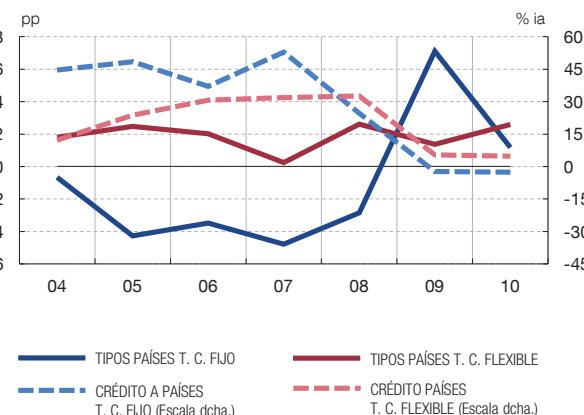
EVOLUCIÓN DEL PIB PER CÁPITA (PPP)



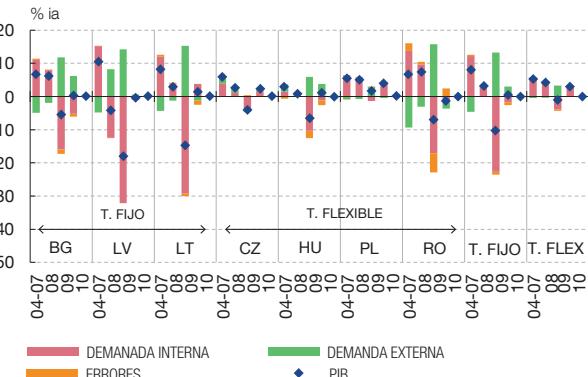
ACTIVOS DE LOS BANCOS EXTRANJEROS EN EUROPA DEL ESTE



TIPOS DE INTERÉS REALES Y CRECIMIENTO DEL CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO (a)



CONTRIBUCIONES AL CRECIMIENTO DEL PIB (a)



FUENTES: Banco Europeo para la Reconstrucción y el Desarrollo, Banco de Pagos Internacionales, Datastream y Eurostat.

a Países con tipo de cambio fijo: Bulgaria (BG), Letonia (LV) y Lituania (LT). Con tipos de cambio flexible: Hungría (HU), Polonia (PL), República Checa (CZ) y

Inversión Internacional (PII). Dada la importancia que para estos países tienen los pasivos materializados en instrumentos de deuda, tanto por su volumen como por los riesgos macrofinancieros que conllevan, la sección 3 examina en mayor detalle el endeudamiento de los sectores de las distintas economías, prestando especial atención a los pasivos frente a no residentes o deuda externa y al endeudamiento en moneda extranjera. Se incluyen, además, dos recuadros; uno, sobre la ayuda financiera internacional que han recibido algunos de estos países, y otro, sobre la Iniciativa de Viena. Por último, se destacan las principales conclusiones³.

Los flujos financieros con el exterior y la Posición de Inversión Internacional

Los nuevos Estados miembros de la UE se han beneficiado en la última década de un mayor grado de integración comercial y financiera con el resto de países de la Unión, lo que les ha permitido avanzar en la convergencia real, pero no siempre en la mejora de sus fundamentos económicos, pues este proceso les ha hecho más vulnerables a las perturbaciones financieras originadas en el exterior, como se ha observado en los años de crisis. En el período de expansión anterior a la crisis mundial, el PIB agregado de la región

³ Conviene advertir que los datos utilizados de Balanza de Pagos, de la PII y de las Cuentas Financieras están en moneda local para evitar la distorsión de la conversión a otra moneda. Únicamente los datos de deuda externa están en dólares, por utilizarse una base de datos común.

analizada creció en torno al 6 %, pero con notables diferencias por países. El incremento del PIB fue mayor en los países con tipos de cambio fijo —destacando Letonia y Lituania—, que registraron en promedio un crecimiento del 7,9 % en el período 2004-2007, frente a un 5,3 % para el conjunto de países con tipos de cambio flexibles⁴.

El mayor empuje de la actividad en los países con tipo de cambio fijo se podría atribuir a varios factores. En promedio, partían de un menor nivel de PIB per cápita (véase el panel superior izquierdo del gráfico 1) y desde su acceso a la UE se beneficiaron de unas condiciones de financiación muy favorables —tipos de interés reales a corto plazo negativos—, que impulsaron una fuerte expansión del crédito al sector privado (en torno al 40 %-50 % interanual en promedio), mucho más acentuada que en los países con tipos de cambio flexible (véase el panel inferior izquierdo del gráfico 1). Además, dado el diferencial de tipos de interés y la percepción de un riesgo cambiario reducido frente al euro, se produjo un rápido incremento del endeudamiento externo en euros. A su vez, la facilidad de acceso al crédito se tradujo en un elevado crecimiento de la demanda interna y de las importaciones (véase el panel inferior derecho del gráfico 1), sin que la política monetaria pudiera responder contractivamente en los países con tipo de cambio fijo. Este entorno favoreció también la expansión de los precios de los activos, en particular de los precios de la vivienda⁵. Todo este proceso se retroalimentó, dado que la expansión de la demanda presionó al alza los precios y se redujeron los tipos de interés reales, favoreciendo una mayor expansión del crédito y de la demanda interna.

El mayor crecimiento de los países con tipos de cambio fijo vino acompañado por una sustancial ampliación de su déficit por cuenta corriente, que llegó a rebasar en algún país el 20 % del PIB en la segunda mitad de 2007. Por el contrario, en los países con tipos de cambio flexibles el déficit por cuenta corriente evolucionó de forma más controlada, manteniéndose siempre, en promedio, en niveles inferiores al 6 % del PIB (véase gráfico 2).

A partir de 2008, la crisis global golpeó con fuerza a toda la región, pero en mayor medida a los países que habían acumulado mayores desequilibrios externos. Así, el PIB de los países con tipos de cambio fijo mostró una acusada desaceleración y posteriormente una caída abrupta —llegó a contraerse entre un 7,6 % en Bulgaria y un 19,5 % en Letonia—, lo que se reflejó a su vez en una corrección muy rápida del déficit por cuenta corriente, que cambió de signo en 2010, como consecuencia del derrumbe de la demanda interna y de las importaciones. Por el contrario, en los países con tipos de cambio flexibles el PIB disminuyó de forma más suave, hasta contraerse, en promedio, en torno a un 2 % en 2009 —Polonia fue el único país de la UE que no entró en recesión— y, en paralelo, el déficit por cuenta corriente también disminuyó con la misma intensidad, llegando a reducirse hasta el entorno del 1 % del PIB⁶. En definitiva, durante la etapa de fuerte crecimiento económico todos los países presentaban déficits por cuenta corriente e incrementaron sus necesidades de financiación frente al exterior, mientras que tras la crisis algunos países pasaron a tener capacidad de financiación y, por tanto, redujeron el volumen de sus pasivos netos frente al resto del mundo, si bien la región en su conjunto siguió demandando financiación del exterior.

En consecuencia, las entradas netas de capital —medidas como pasivos menos activos de la cuenta financiera en el gráfico 3— siguieron una trayectoria creciente hasta diciembre

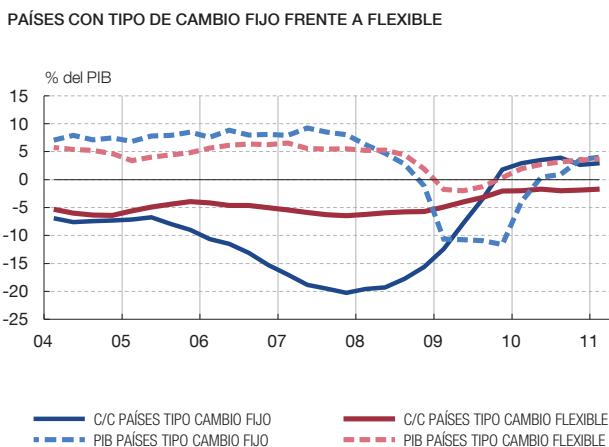
⁴ Los países con tipo de cambio flexible son Hungría, Polonia, República Checa y Rumanía, mientras que los que mantienen un tipo fijo son Letonia, Lituania y Bulgaria —los dos últimos mantienen un *currency board* frente al euro—.

⁵ Véase Egert y Martin (2009).

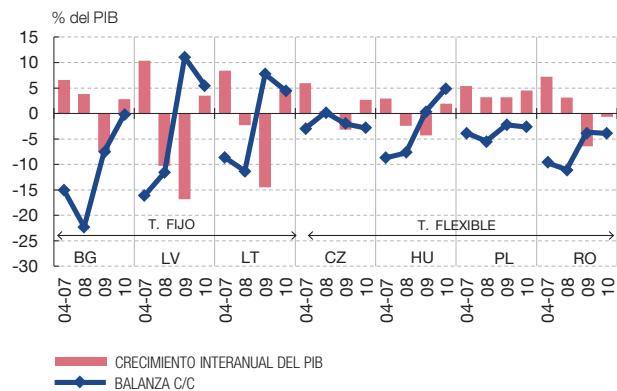
⁶ Para un análisis más detallado del impacto de la crisis financiera en las economías de Europa Central y del Este, véase BCE (2010).

EVOLUCIÓN DEL PIB Y DEL SALDO DE LA BALANZA POR CUENTA CORRIENTE

GRÁFICO 2



DESGLOSE POR PAÍSES

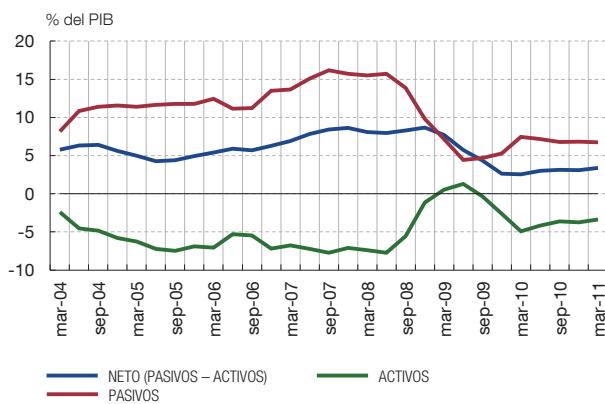


FUENTES: Datastream y fuentes nacionales.

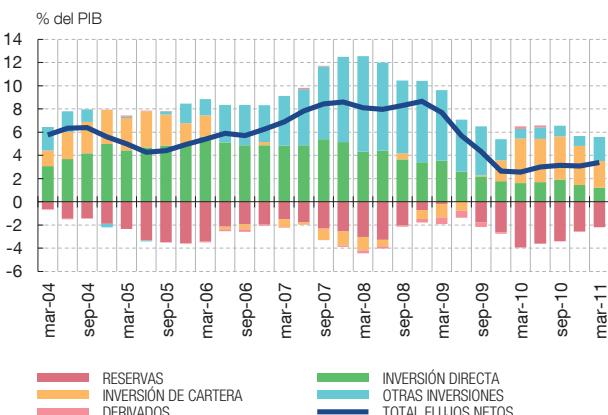
EVOLUCIÓN DE LA CUENTA FINANCIERA: DESGLOSE POR COMPONENTES

GRÁFICO 3

COMPARACIÓN ACTIVOS, PASIVOS Y NETO (a)



COMPOSICIÓN DE LOS FLUJOS FINANCIEROS NETOS (a)



FUENTES: Estadísticas de balanza de pagos de los bancos centrales nacionales.

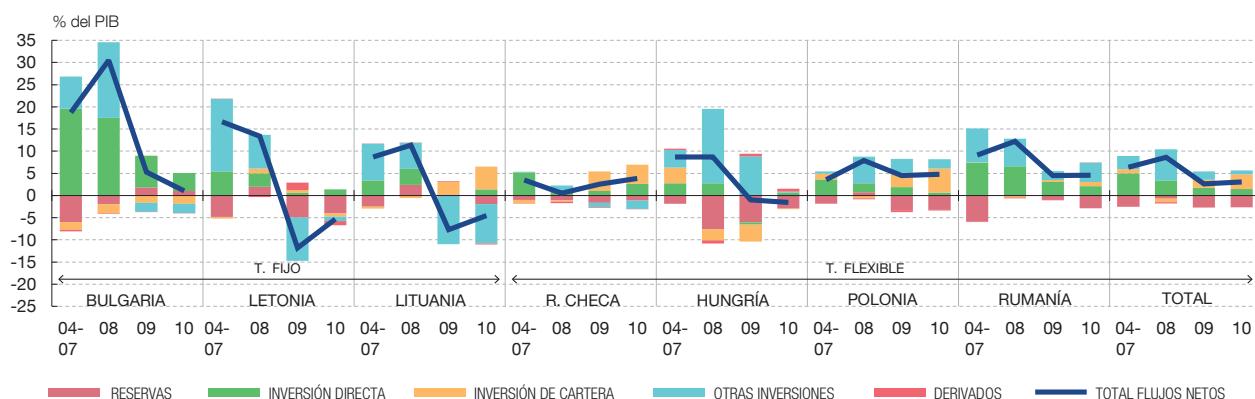
a Un signo positivo (negativo) indica una entrada (salida) de capitales, desde la óptica de estos países.

de 2008 —en el último trimestre de ese año llegaron a representar un 8,6 % del PIB— y, posteriormente, experimentaron una disminución abrupta hasta finales de 2009, seguida de una ligera recuperación en 2010. Las menores entradas netas de capital se debieron tanto a una reducción de las inversiones recibidas por estos países —los pasivos en el gráfico— como a una disminución de sus inversiones en el exterior —los activos—. Estas últimas llegaron incluso a cambiar de signo en la primera mitad de 2009, como resultado de las repatriaciones de capital desde el extranjero, en el momento de mayor endurecimiento en las condiciones de financiación. En este sentido, algunos estudios empíricos, como el de Broner et ál. (2010), muestran la elevada correlación en la evolución de los activos y los pasivos.

COMPOSICIÓN DE LOS FLUJOS DE CAPITALES

Diversos estudios señalan que la composición de los flujos de capitales tiene implicaciones para el crecimiento económico y la estabilidad financiera. Así, se considera que la inversión directa, además de ser más estable, estimula el crecimiento al estar ligada a la transferencia de conocimiento y a la diversificación del riesgo, mientras que, por el contrario, las restantes inversiones tienen efectos más limitados sobre el crecimiento y, al mismo

DESGLOSE POR PAÍSES (a)



FUENTE: Estadísticas de balanza de pagos de los bancos centrales nacionales.

a Un signo positivo (negativo) indica una entrada (salida) de capitales, desde la óptica de estos países.

tiempo —dada su volatilidad— implican una mayor vulnerabilidad de las economías, sobre todo si se materializan en moneda extranjera⁷.

A lo largo del período analizado, la composición de las operaciones netas con el exterior ha experimentado cambios muy relevantes en la región. En los años previos a la incorporación a la UE, hubo un claro predominio de la inversión directa del exterior, que llegó a suponer la casi totalidad de los flujos netos, lo cual dotaba de gran estabilidad a la financiación externa. Sin embargo, tras la adhesión a la UE, la inversión de cartera, en primer lugar, y, posteriormente, los flujos correspondientes a «otras inversiones» —fundamentalmente, préstamos recibidos por los bancos de la región de sus bancos matrices— aumentaron de forma notoria, convirtiéndose estos últimos en la principal fuente de financiación desde 2007 (véase el panel derecho del gráfico 3). En los años siguientes, la crisis financiera alteró por completo la estructura de los flujos externos, produciéndose una abrupta disminución de las «otras inversiones» como consecuencia del mayor riesgo que atribuyeron a sus carteras de préstamo las instituciones financieras internacionales, del inicio del proceso de desapalancamiento y de las transferencias de fondos de los bancos comerciales nacionales a sus matrices en el exterior. Por su parte, la inversión directa sufrió una desaceleración mucho más suave, ratificando su carácter más permanente. En 2010, la recuperación de los mercados bursátiles en la región y la disminución de la aversión al riesgo favorecieron las entradas de capitales en forma de inversión de cartera. En ese año, también los bancos centrales volvieron a incrementar sus reservas, en torno a un 4 % del PIB, de manera similar a como lo habían hecho en los tres trimestres siguientes al inicio de las turbulencias financieras en el verano de 2007. Si bien puede considerarse que el incremento actual de la financiación exterior representa una señal positiva, que refleja que los mercados estarían volviendo a mostrar interés en la región, al tratarse de capitales de naturaleza más volátil, esta situación sería sensible a los cambios en el sentimiento de los inversores.

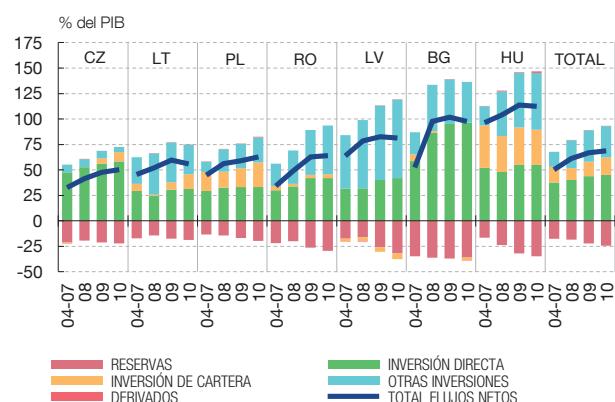
La tendencia descrita para el conjunto de la región oculta la heterogeneidad que existe en la evolución por países (véase gráfico 4). La inversión directa tuvo especial importancia en Bulgaria —donde llegó a representar un 20 % del PIB en el período 2004-2007— y, en menor medida,

7 Véanse, por ejemplo, Mileva (2008) y BIS (2009).

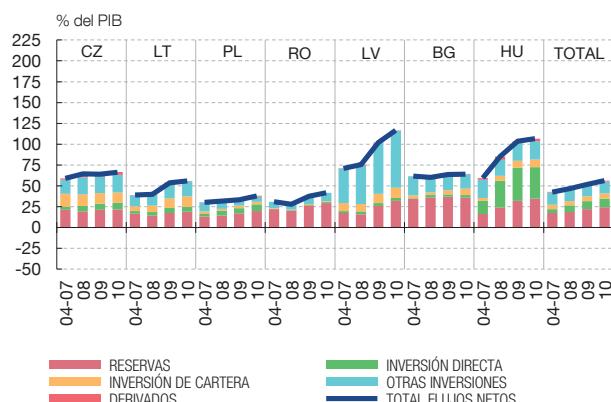
EVOLUCIÓN DE LA POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL (PII) Y SUS DETERMINANTES

GRÁFICO 5

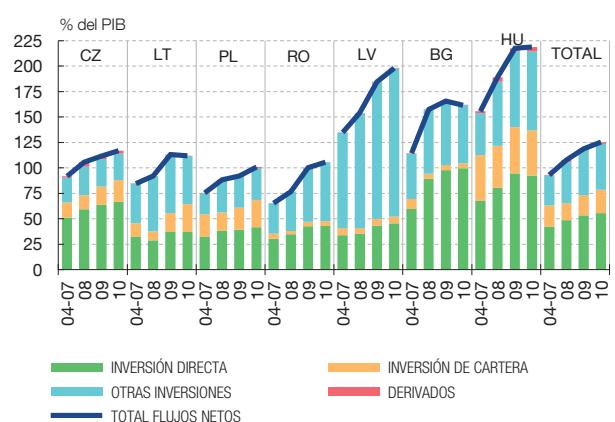
PII NETA (PASIVOS – ACTIVOS)



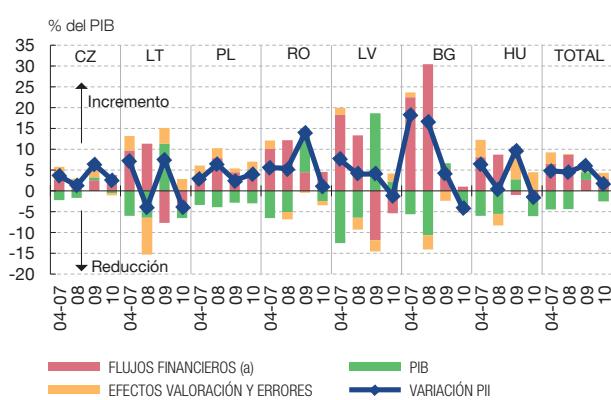
ACTIVOS DE LA PII



PASIVOS DE LA PII



CONTRIBUCIONES A LA VARIACIÓN DE LA PII NETA



FUENTES: Estadísticas de balanza de pagos de los bancos centrales nacionales.

a Un signo positivo (negativo) indica una entrada (salida) de capitales, desde la óptica de estos países.

en Rumanía, República Checa y Polonia, mientras que en los países bálticos y Hungría su relevancia fue más reducida. La inversión de cartera ha ganado peso en 2010 en Lituania, Polonia y la República Checa, países en los que empezó a repuntar en 2009. La financiación proveniente de los préstamos de los bancos matrices (que se engloba en «otras inversiones») fue la predominante en varios de los países hasta 2008 —muy especialmente, en Letonia, Hungría y Lituania— y es la que ha revertido de forma abrupta en los años siguientes en los dos países bálticos. Adicionalmente, cabe destacar el incremento de reservas en Hungría en 2008 y 2009, y más recientemente en Letonia y Rumanía, asociado a la financiación internacional recibida de los organismos internacionales (véase recuadro 1). En definitiva, los países que sufrieron un ajuste más severo en la balanza por cuenta corriente no solo fueron los que acumularon mayores desequilibrios externos, sino también los que mantuvieron una estructura de financiación con predominio de los componentes más volátiles.

STOCK DE ACTIVOS Y PASIVOS Y EFECTOS VALORACIÓN

El análisis del stock de activos y pasivos exteriores —medidos por la PII— permite observar cómo las persistentes necesidades de financiación exterior se han reflejado en un deterioro creciente de la posición deudora neta (mayores pasivos que activos exteriores), que en promedio se incrementó desde el 44 % del PIB en 2004 hasta el 67 % a finales de 2009, manteniéndose estable desde entonces (véase el panel superior izquierdo del gráfico 5).

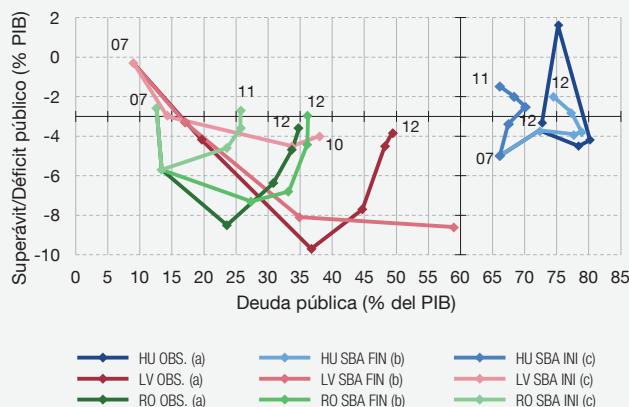
La quiebra del banco de inversión *Lehman Brothers*, a mediados de septiembre de 2008, desencadenó un episodio de extrema inestabilidad financiera a escala global, extendiéndose desde Estados Unidos al resto del mundo. Las economías emergentes también fueron severamente afectadas inmediatamente después de la crisis, pero paulatinamente los inversores comenzaron a disminuir entre ellas, atendiendo a sus fundamentos económicos y a la posible existencia de desequilibrios externos e internos. De hecho, algunos de los nuevos Estados miembros de la UE fueron de los países más afectados por la crisis, hasta el punto de que necesitaron recurrir a la ayuda financiera internacional. Este fue el caso de Hungría, Letonia y Rumanía (véase cuadro 1).

Hungría fue el primer país de los nuevos Estados miembros de la UE que solicitó ayuda financiera, en octubre de 2008, debido al

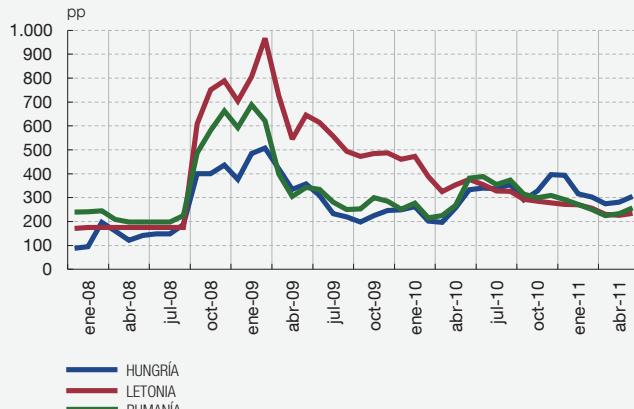
creciente pesimismo de los inversores ante los potenciales riesgos para su estabilidad financiera, derivados del elevado endeudamiento en moneda extranjera —principalmente del sector privado, pero también del sector público—. La fragilidad de Hungría ya se había manifestado antes de la crisis. La situación fiscal que venía padeciendo el país desde 2006, y que desembocó en un notable aumento de la deuda pública —que rebasó el 70 % del PIB en 2008 y el 80 % en 2010—, le hizo distanciarse significativamente del resto de países de su entorno y los inversores perdieron la confianza en el país. El programa de ayuda pretendía mejorar la sostenibilidad fiscal de Hungría y fortalecer su sector financiero, así como garantizar suficiente liquidez en moneda extranjera.

En el caso de Letonia, la ayuda se solicitó en diciembre de 2008 para paliar una aguda crisis de liquidez, tras agravarse los problemas

1 EVOLUCIÓN DE LAS VARIABLES FISCALES EN LOS PAÍSES CON PROGRAMAS SBA



2 EVOLUCIÓN DE LOS CDS SOBERANOS A DIEZ AÑOS EN LOS PAÍSES CON PROGRAMAS SBA



1 APOYO FINANCIERO INTERNACIONAL A LOS NUEVOS ESTADOS MIEMBROS DE LA UE

Fecha de solicitud	Importe total de ayudas	Desglose de la ayuda entre las instituciones participantes									
		FMI				UE				Banco Mundial	Otros (d)
		Stand-By Arrangement	Medium Term Financial Assistance	Periodo cubierto	Importe concedido	Importe dispuesto	Periodo cubierto	Importe concedido	Importe concedido	Importe concedido	Importe concedido
Hungría	oct-08	20,0	12,5	8,8	06-nov-08	05-oct-10	6,5	4,0 hasta nov-10	1,0	-	-
(% s/ total)			62,5 %				32,5 %		5,0 %		-
Letonia	dic-08	7,5	1,7	1,1	23-dic-08	22-dic-11	3,1	2,9 hasta ene-12	0,4	2,3	
(% s/ total)			22,7 %				41,3 %		5,3 %	30,7 %	
Rumanía	mar-09	20,0	13,0	11,9	04-may-09	30-mar-11	5,0	4,9 hasta may-12	1,0	1,0	
(% s/ total)			65,0 %				25,0 %		5,0 %	5,0 %	
	mar-11	3,5	3,5	-	31-mar-11	30-mar-13	-	-	-	-	-

FUENTES: Comisión Europea, Datastream y Fondo Monetario Internacional.

a Datos observados y previsiones de la Comisión Europea para 2011 y 2012.

b Objetivo del último programa SBA.

c Objetivo del primer programa SBA.

d En Letonia, 1,9 mm de euros corresponden a ayuda prestada por Suecia, Dinamarca, Finlandia, Noruega y Estonia, y 400 millones al BERD, la República Checa y Polonia. En Rumanía participó el BERD, el BEI y la Corporación Financiera Internacional.

financieros del sector bancario y ponerse en duda la sostenibilidad de la deuda externa, lo que llegó a amenazar la estabilidad del tipo de cambio fijo del lats¹ letón. De hecho, el banco central tuvo que intervenir en el mercado cambiario para defender la moneda y sus reservas llegaron a disminuir un 20 % en los tres meses siguientes a la caída de *Lehman Brothers*. Tras la incorporación a la UE, la economía letona había mostrado un crecimiento difícilmente sostenible (en torno a un 10,5 %, en promedio anual, en 2004-2007), con una tasa de inflación que alcanzó el 17,5 % interanual en el segundo trimestre de 2008 y crecientes y cuantiosos déficits por cuenta corriente (22 % del PIB en 2006 y 2007). No obstante, los primeros signos de desaceleración surgieron ya en la primera mitad de 2007 y, con el estallido de la crisis en septiembre de 2008, la tendencia se agudizó occasionando una abrupta contracción de la actividad, que se retroalimentó con los problemas financieros. El objetivo principal del programa fue evitar una posible crisis de liquidez y asegurar la estabilidad externa en el largo plazo, manteniendo al mismo tiempo la paridad del tipo de cambio.

Finalmente, Rumanía pidió la ayuda en marzo de 2009 obligada por las limitaciones de su política económica para hacer frente a la crisis en un contexto de fragilidad e inestabilidad de las condiciones de financiación. La economía rumana también había crecido de forma robusta en 2004-2008 (un 7 %, en promedio anual), apoyada en fuertes entradas de capital y en un intenso crecimiento del crédito al sector privado (en media, un 50 % interanual en 2005-2008), pero al mismo tiempo fue acumulando desequilibrios —inflación y déficit público crecientes y elevados déficits por cuenta corriente—, que limitaron la posibilidad de actuación y la efectividad de las políticas monetaria y fiscal. Además, la depreciación del leu, en torno a un 14 % entre julio de 2007 y los dos primeros meses de 2009, elevó notablemente el coste de la financiación externa. El programa pretendía suavizar los efectos de la rápida contracción de los flujos de capital, hacer frente a los desequilibrios externos y fiscales y fortalecer el sector financiero.

En definitiva, los tres países firmaron programas de ayuda financiera en forma de préstamo, que fueron articulados de modo conjunto entre el FMI, la UE, el Banco Mundial, bancos de desarrollo y algunos países vecinos. El importe total de la ayuda ascendió a 20 mm de euros en los casos de Hungría y Rumanía, y a 7,5 mm de euros en el de Letonia. Cabe señalar que estas iniciativas supusieron el inicio de la cooperación entre las instituciones europeas

—incluido el BCE— y el FMI, que luego se ha consolidado en los programas para los países del área del euro.

Por parte del FMI, la ayuda a cada país se enmarcó dentro del mecanismo financiero de emergencia y se otorgó mediante los habituales programas de préstamo con condicionalidad —denominados *Stand-By Arrangements* (SBA)—, pero con acceso excepcional, por superar el importe concedido el 600 % de la cuota del país en el FMI (en los tres países superó el 1.000 % de la cuota). Actualmente, de estos tres programas, únicamente sigue en vigor el de Letonia. No obstante, Rumanía firmó un nuevo SBA a finales de marzo de 2011 —por un importe de 3,5 mm de euros (equivalente al 300 % de su cuota) y por dos años—, con carácter preventivo, es decir, con la intención de no tener que disponer de él. En el caso de la UE, los préstamos se han concedido en virtud de la ayuda prevista para aliviar contingencias temporales de balanza de pagos —*Medium Term Financial Assistance* (MTFA)— en los países de la UE que no forman parte del euro. La cantidad asignada a la MTFA asciende a 50 mm de euros, de los cuales se han concedido 14,6 mm al conjunto de estos tres países. El cuadro 1 resume los importes de estas ayudas y la aportación de cada institución.

Todos los programas de ayuda financiera están condicionados al cumplimiento de una serie de medidas económicas, entre ellas la consecución de unos objetivos de déficit público dentro de un proceso de consolidación fiscal (véase gráfico 1), junto con el compromiso de acometer una reestructuración del sector financiero e impulsar reformas estructurales en los mercados de trabajo y de productos. En las revisiones periódicas de los programas, tanto el FMI como la UE acordaron con las autoridades políticas de cada país adaptar los objetivos pactados inicialmente a la situación económica del momento, con el fin de hacer creíble la consecución de las metas propuestas. Por ejemplo, la abrupta caída del PIB a lo largo de 2009 —mayor que la prevista inicialmente— se tuvo en cuenta a la hora de fijar nuevos objetivos de déficit público más laxos para ese año. Estos programas, sin duda, han ayudado a los tres países a recuperar la confianza de los inversores, dado que llevan aparejada la exigencia de acometer unos compromisos firmes de política económica para corregir sus desequilibrios macrofinancieros. De hecho, como se muestra en el cuadro 1, ninguno de los tres países ha dispuesto de la totalidad del importe concedido, gracias a la mejora gradual de su situación económica y financiera —reflejada en la reducción drástica de los CDS soberanos durante el primer semestre de 2009 (véase gráfico 2)—, que les ha permitido reducir sus necesidades de financiación y, al mismo tiempo, poder acceder de nuevo a los mercados internacionales. Se puede decir, por tanto, que el acceso a la asistencia financiera multilateral marcó un punto de partida para reconducir la situación y encontrar un camino de salida de la crisis en estos países.

¹ El lats está dentro del ERM II desde el 2 de mayo de 2005 y las autoridades mantienen de forma unilateral una banda de fluctuación estrecha del ±1 %.

Por países, la evolución es dispar: en Hungría y Bulgaria la PII deudora neta supera el 100 % del PIB, mientras que es inferior al 50 % en la República Checa. Los mayores incrementos, desde 2004 a 2010, se registraron en Letonia (que pasó del 47 % al 83 %) y en Rumanía (del 29 % al 65 %), mientras que en Polonia se mantuvo más estable.

Atendiendo al desglose por instrumentos de la PII neta, que sigue la misma clasificación de las operaciones financieras de la Balanza de Pagos, el stock de inversión directa tiene un papel preponderante en la mayoría de países —especialmente, en la República Checa y en Bulgaria—, si bien el volumen de las «otras inversiones» ha ido ganando peso en casi todos ellos y en Letonia representa la mayor parte de su PII neta. Por su parte, la inversión de cartera supone en general una pequeña proporción —en torno al 20 % del PIB en el conjunto de la región—, salvo en Hungría y, en menor medida, en Polonia, países caracterizados por una mayor profundidad de sus mercados de capitales.

Al analizar por separado los dos componentes de la PII, activos y pasivos, se observa, en primer lugar, que el stock de los activos se ha mantenido muy estable durante los años de expansión —para el conjunto de la región se situó en torno al 45 % del PIB—, y solo en los últimos dos años se incrementó moderadamente, hasta el 54 %, debido fundamentalmente a la acumulación de reservas (véase el panel superior derecho del gráfico 5). Este patrón general tiene las excepciones de Letonia y Hungría, cuyo volumen de activos aumentó significativamente en 2009 y 2010, sobrepasando en ambos países el 100 % del PIB, lo que compensó parcialmente el fuerte crecimiento del endeudamiento exterior. Por tanto, como muestra el panel inferior izquierdo del gráfico 5, el deterioro de la PII neta ha venido impulsado por el mayor incremento de los pasivos, que, en conjunto, aumentaron desde el 92 % del PIB en 2004-2007 hasta el 123 % en 2010, debido al aumento tanto de la inversión directa como de las otras inversiones. Por el contrario, la inversión de cartera ha mantenido un peso inferior al 25 % del PIB, en promedio, y, a diferencia de otras regiones emergentes y de las economías avanzadas, se compone sobre todo de valores de renta fija, con una baja participación de la renta variable. Algunos estudios empíricos —Stulz (2006)— vinculan la escasa importancia de la renta variable al bajo desarrollo de los mercados de capitales y de la gobernanza corporativa.

A pesar del deterioro de la PII durante la fase expansiva (19 pp del PIB en el conjunto de la región entre 2004 y 2008), este fue relativamente moderado en comparación con la mayor acumulación de necesidades de financiación en ese período (28,2 pp del PIB). Por el contrario, en la fase de ajuste la PII siguió deteriorándose en términos de PIB, incluso a mayor ritmo en algunos países, a pesar de que las necesidades de financiación se redujeron drásticamente.

Para explicar esta evolución, es conveniente recordar que la variación de la PII, medida en términos de PIB, viene determinada por las transacciones financieras, el crecimiento económico en términos nominales y los cambios en la valoración de los instrumentos, como se expresa en la siguiente ecuación:

$$\Delta \text{PII} = \text{Saldo neto cuenta financiera} - \text{PII}_{t-1} \frac{(g_t + \pi_t)}{(1+g_t)(1+\pi_t)} + \\ + \text{Efectos valoración} + \text{Errores y omisiones}$$

donde g y π son, respectivamente, el crecimiento del PIB real y de su deflactor. Los efectos valoración recogen tanto los cambios en los precios de los instrumentos financieros como las variaciones en el tipo de cambio, además de otros ajustes propios de la PII⁸.

⁸ Para un análisis más detallado sobre este marco contable para Europa Central y del Este, véase Lane y Milesi-Ferretti (2006).

En el panel inferior derecho del gráfico 5 se descomponen las variaciones de la PII por componentes y países para el período analizado. Se observa cómo el elevado crecimiento económico en los nuevos Estados miembros de la UE antes de la crisis atenuaba el deterioro de la posición deudora (en porcentaje del PIB). Por el contrario, la caída abrupta de la actividad en 2009 se tradujo en un mayor incremento de la posición deudora neta, incluso a pesar de que algunos países registraron superávits por cuenta corriente y otros redujeron sus déficits. En definitiva, la evolución del PIB ha desempeñado un papel significativo y especialmente relevante en los países que han sufrido ajustes más severos de la actividad, como es el caso de los países bálticos y de Rumanía. Por su parte, los efectos valoración —que, como ya se ha dicho, reconocen las ganancias y/o pérdidas de capital de los instrumentos financieros como consecuencia tanto de cambios en los precios de los activos y pasivos como por las variaciones en los tipos de cambio— han sido de pequeña cuantía y siempre en la misma dirección —incrementando la PII deudora neta— para el conjunto de la región, si bien por países el comportamiento ha sido dispar, alcanzando un tamaño elevado en los más afectados por la crisis⁹.

El endeudamiento total y la deuda externa

El análisis del apartado anterior sobre los balances externos de los nuevos Estados miembros de la UE refleja la relevancia de la evolución de los pasivos contraídos con el resto del mundo y, en particular, de los pasivos exigibles —compuestos, fundamentalmente, por emisiones de renta fija, préstamos y depósitos—. Por ello, en este apartado se amplía el ámbito para incluir también el comportamiento de estos pasivos entre los distintos sectores nacionales (endeudamiento interno) y poder así analizar el endeudamiento total (externo más interno) de la economía y de sus distintos sectores. Además, se presta especial atención a aquellos segmentos del endeudamiento que suponen un especial foco de vulnerabilidad: por un lado, el endeudamiento externo, el cual está más sujeto a los cambios en el sentimiento de los inversores internacionales; por otro lado, el endeudamiento en moneda extranjera, tanto interno como exterior, que supone un elemento de riesgo adicional ante variaciones en el tipo de cambio.

EVOLUCIÓN DEL ENDEUDAMIENTO TOTAL

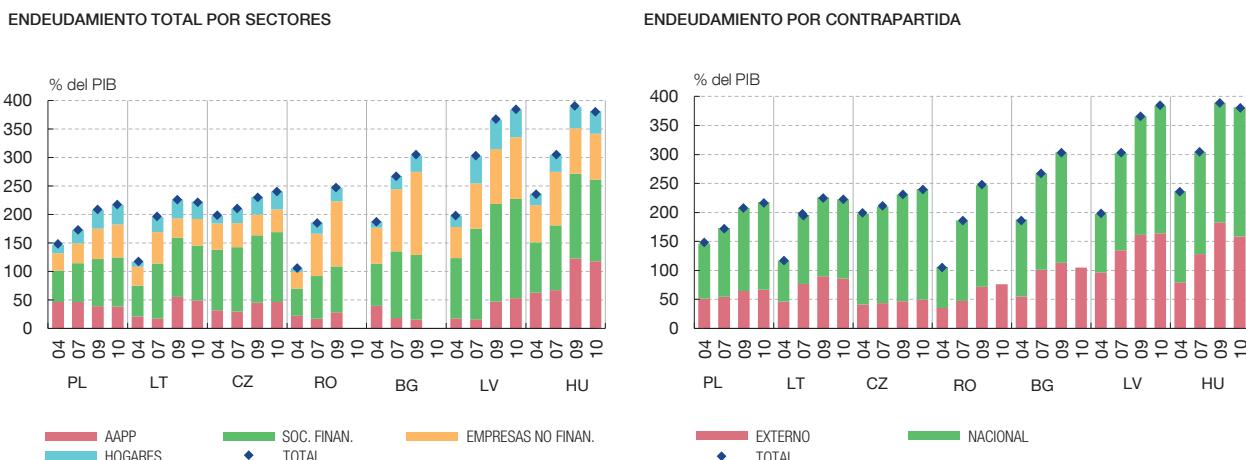
Las cuentas financieras de cada país detallan para cada uno de los sectores residentes su endeudamiento total o pasivos exigibles frente al resto de sectores nacionales (incluyendo el endeudamiento entre unidades que pertenecen al mismo sector, es decir, en términos no consolidados) y frente al resto del mundo¹⁰.

Como muestra el gráfico 6, en todos los países de la región se produjo un incremento sustancial del endeudamiento total desde el acceso a la UE, debido, sobre todo, al fuerte crecimiento del crédito al sector privado, como ya se mencionó en el apartado anterior. En concreto, en el bienio 2009-2010 la deuda total en todas estas economías se situó por encima del 200 % del PIB y en dos de ellas —Hungría y Letonia— superó ampliamente el 300 %. Pese a que estos niveles se mantienen, en general, por debajo del endeudamiento promedio de las economías del área del euro, son bastante elevados en relación con su grado de desarrollo y fundamentos económicos —en particular, en el caso de Letonia—, según han mostrado diversos estudios empíricos¹¹. Además, hay que tener en cuenta que esta deuda creciente no está respaldada por un volumen notable de riqueza financiera.

⁹ Los efectos de tipos de cambio y precios han actuado en direcciones opuestas, lo que dificulta el análisis. Con todo, el ajuste desfavorable de la PII deudora neta, principalmente en los años de bonanza, refleja un predominio del efecto precio —que, dado el mayor volumen de pasivos, actuó en contra en las fases expansivas—.

¹⁰ Los principales sectores en los que se clasifica la economía nacional en las cuentas financieras son: las Administraciones Públicas, los hogares, las empresas no financieras y las empresas financieras.

¹¹ Para más detalles sobre la ratio de equilibrio del crédito sobre PIB en estas economías, véanse, por ejemplo, Kiss et ál. (2006) o Backe et ál. (2007). Herzberg (2010) analiza el endeudamiento total (no solo el crédito) en los países bálticos.



FUENTES: Eurostat y base *Joint External Debt Hub* del BIS-BM-FMI-OCDE.

a No hay datos disponibles de endeudamiento total en 2010 para Bulgaria y Rumanía.

El desglose por sectores muestra que el endeudamiento se concentra de manera generalizada en el sector privado —financiero y no financiero—, que representa en todos los países más del 75% del endeudamiento total. Por el contrario, la deuda de las AAPP, que presentaba una senda decreciente en el período expansivo, pasó a aumentar de forma muy notable en la región —salvo en Bulgaria— tras la crisis, registrándose los mayores incrementos, desde 2007 a 2010, en Letonia (36 pp), Lituania (21 pp) y Rumanía (18 pp). Con todo, se mantiene en niveles inferiores al 60 % del PIB, menos en Hungría, donde ronda el 82 % (véase el panel izquierdo del gráfico 6). Atendiendo al desglose por contrapartida, el mayor porcentaje corresponde al endeudamiento interno, que supone más de un 60 % de los pasivos exigibles en todos los países salvo en Letonia y Hungría, donde se sitúa en torno al 55 % (véase el panel derecho del gráfico 6).

DEUDA EXTERNA

Y ENDEUDAMIENTO EN MONEDA EXTRANJERA

Como se ha señalado, dos focos importantes de vulnerabilidad en las economías analizadas son el endeudamiento externo, por una parte, y el endeudamiento en moneda extranjera, por otra, que son conceptos relacionados pero no equivalentes. Así, si bien la mayor parte de la deuda externa se puede presuponer que está denominada en moneda extranjera, también lo está una parte del endeudamiento interno de los sectores nacionales (fundamentalmente, préstamos). No obstante, la fuente de vulnerabilidad es distinta en cada caso. Mientras que la deuda externa conlleva el riesgo de una interrupción de la financiación procedente del exterior¹², el que se deriva de la deuda en moneda extranjera está vinculado al tipo de cambio y, en concreto, al impacto que produciría una depreciación abrupta de la moneda sobre los balances de los distintos sectores residentes. Por ello, conviene estudiar ambos conceptos por separado y en detalle.

La deuda externa representa la parte del endeudamiento de la economía contraída frente al resto del mundo y, por tanto, es equivalente a los pasivos exigibles de la PII, si bien en esta los préstamos recibidos de empresas relacionadas se clasifican dentro de la inversión directa y en algunos casos no se identifican¹³.

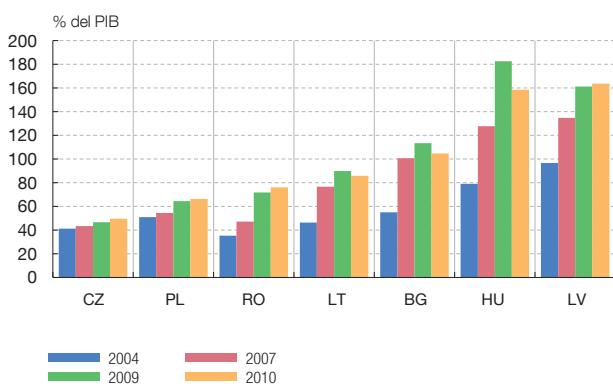
12 En particular, Popov y Udell (2010) encuentran que los períodos de estrés financiero en Europa Occidental conllevan una disminución de la financiación concedida por los bancos matrices de esta región a sus filiales en Europa del Este.

13 Los pasivos exigibles de la PII se obtendrían sumando las siguientes partidas: i) las inversiones de cartera correspondientes a valores de deuda; ii) el total de otras inversiones (préstamos, depósitos y otros valores no negociables), y iii) los préstamos entre empresas relacionadas dentro de la inversión directa. Por lo tanto, se excluyen las participaciones en el capital (acciones y fondos de inversión) y los derivados financieros.

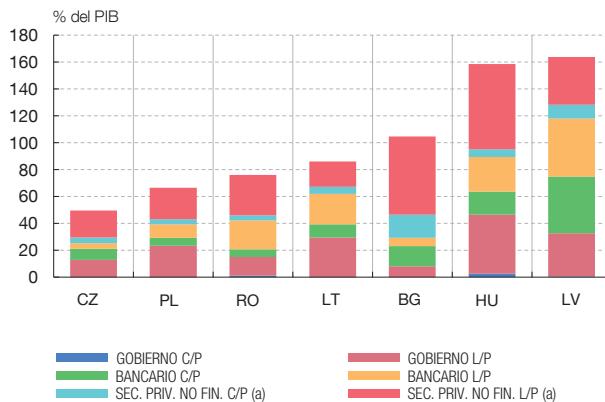
EVOLUCIÓN DE LA DEUDA EXTERNA Y SUS DETERMINANTES

GRÁFICO 7

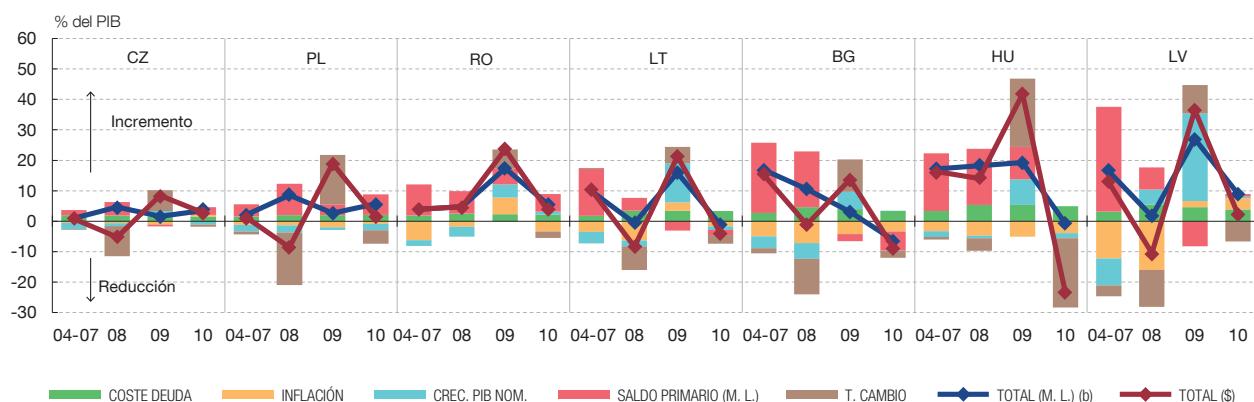
EVOLUCIÓN DE LA DEUDA EXTERNA (2004-2010)



DEUDA EXTERNA EN 2010: DESGLOSE POR INSTRUMENTOS



CONTRIBUCIONES A LA VARIACIÓN DE LA DEUDA EXTERNA (2004-2010)



FUENTES: Bancos nacionales, BIS, Datastream, *Joint External Debt Hub* del BM-FMI-OCDE-BIS y Banco de España.

- a Incluye, además, empresas públicas, otros intermediarios financieros no bancarios y, en el caso del largo plazo, los préstamos entre empresas relacionadas.
b Variación de la deuda externa en moneda local.

La deuda externa (medida como porcentaje del PIB) aumentó progresivamente durante los años de bonanza que siguieron a la incorporación a la UE, de forma similar a lo que ocurrió con el endeudamiento total. Este ascenso fue muy importante en todos los países, salvo en Polonia y en la República Checa. Desde el inicio de la crisis financiera, el endeudamiento externo ha continuado creciendo, pero a un ritmo mucho más suave, e incluso en algunos países ha disminuido en 2010.

Los mayores volúmenes de deuda externa —superior al 100 % del PIB— se concentran en tres países —Hungria, Letonia y Bulgaria— y solo en la República Checa es inferior al 50 % del PIB (véase el panel superior izquierdo del gráfico 7). Por sectores, hay un predominio claro del sector bancario en Letonia y, en menor medida, en Lituania, y del sector privado no financiero en Hungría y Bulgaria (véase el panel superior derecho del gráfico 7). En el resto de países hay un reparto más equilibrado entre los distintos sectores. El elevado endeudamiento externo del sector bancario se explica por la presencia dominante de filiales de bancos europeos, cuya financiación ha provenido mayoritariamente de préstamos concedidos por sus casas matrices. En particular, en los países bálticos la financiación recibida de los bancos suecos supone un 70 % del total de la deuda externa del sector bancario. Esta elevada exposición de los bancos europeos en la región llevó a la creación de la Iniciativa de Viena y ha sido clave para limitar el impacto de la crisis financiera.

en la región (véase recuadro 2). En el caso del sector privado no financiero, su cuantiosa financiación exterior ha venido propiciada por la existencia de elevados diferenciales de tipos de interés con las economías avanzadas. Por parte del sector público, solo el de Hungría mantiene una deuda externa cercana al 50 % del PIB. Atendiendo al plazo de amortización, el grueso de la deuda externa está contraído a largo plazo, aunque la deuda a corto se sitúa en torno al 30 % del PIB en Letonia y Bulgaria, lo que les haría más vulnerables ante situaciones de inestabilidad en los flujos de capital.

La variación de la deuda externa en términos de PIB depende no solo de los flujos primarios, sino también del crecimiento real de la economía, de la inflación, del coste de la deuda y, en el caso de la denominada en moneda extranjera, de la variación en el tipo de cambio¹⁴. El análisis de estos factores muestra que, pese a la notable reducción de los flujos procedentes del exterior en 2009 —que en los casos de los países bálticos y de Bulgaria llegaron a cambiar de signo—, la deuda externa medida en proporción del PIB continuó incrementándose debido tanto a la contracción del PIB en todos los países, salvo en Polonia, como a las presiones deflacionistas (véase el panel inferior del gráfico 7). Además, la depreciación de los tipos de cambio de la región (frente al dólar y al euro) a lo largo de 2009 se tradujo en una carga adicional sobre la deuda externa. Solo la disminución de los tipos de interés de la deuda, en un contexto de expansión monetaria a nivel global y, en particular, en el área del euro, contribuyó a mitigar el crecimiento de la deuda externa. Por el contrario, desde 2010 la situación se ha vuelto más favorable, como resultado de la apreciación de las monedas frente al dólar y al euro, la progresiva recuperación de la actividad económica y la contención de la financiación exterior. Ello se ha reflejado en el mantenimiento de los niveles de deuda externa, que incluso en algunos casos, como Hungría o Bulgaria, se han reducido.

El endeudamiento en moneda extranjera, como ya se indicó, se puede contraer frente al exterior o entre los sectores internos. El recurso a dicha financiación ha respondido a una serie de factores, entre los que destaca la entrada en la UE, que ha favorecido su integración en los mercados financieros europeos (lo cual se refleja también en la creciente relevancia de los bancos extranjeros) y ha impulsado la confianza en la estabilidad de los tipos de cambio ante una posible adopción del euro. Además, en las últimas décadas los menores tipos de interés en los países europeos avanzados han incrementado el atractivo de los préstamos denominados en euros y en otras monedas, como el franco suizo, a lo que se ha unido una mayor demanda de capital como resultado del proceso de convergencia —la cual no pudo ser acomodada en su totalidad por la oferta interna, dado el menor grado de desarrollo de los mercados locales—¹⁵.

14 Esta relación puede expresarse mediante la siguiente ecuación:

$$\Delta DEml_t = DP_t + DEml_{t-1} \left[\frac{i_t}{(1+g_t)(1+\pi_t)} \right] - DEml_{t-1} \left[\frac{g_t}{(1+g_t)(1+\pi_t)} \right] - DEml_{t-1} \left[\frac{\pi_t}{(1+\pi_t)} \right]$$

donde $\Delta DEml$ es la variación de la deuda externa en moneda local como porcentaje del PIB, « i » es el tipo de interés aplicado a la deuda externa, « g » es el crecimiento real del PIB, « π » es la inflación y DP son los flujos anuales de deuda primaria (excluido el coste de la deuda). Además, la evolución de la deuda externa es diferente en función de la moneda en que se mida, ya que la valoración del stock varía como consecuencia de los movimientos en los tipos de cambio. En concreto, la variación de la deuda externa en dólares ($\Delta DE\$$) es igual a la variación de la deuda externa en moneda local ($\Delta DEml$) más la variación en el tipo de cambio, como se expresa en:

$$\Delta DE\$_t = \Delta DEml_t + Ef\text{ tipo_cambio}$$

15 Para una exposición más detallada de los determinantes del endeudamiento en moneda extranjera en los nuevos Estados miembros de la UE, véase Rosenberg y Tirpak (2008). Brzoza-Brzezina et ál. (2007), por su parte, analizan los efectos sustitución entre el crédito en moneda local y en moneda extranjera, señalando que el endurecimiento de la política monetaria conlleva un incremento del diferencial de tipos y, por tanto, un aumento del crédito en moneda extranjera, lo que dificulta la labor del banco central de provisión de estabilidad financiera y de precios.

En la gran mayoría de países de Europa emergente, el sistema financiero se caracteriza por una elevada presencia de filiales de bancos del área del euro y otros de la UE (véanse el panel superior derecho del gráfico 1 del texto principal y el gráfico 1 de este recuadro). Desde el inicio de las turbulencias financieras, en el verano de 2007, estos grupos bancarios empezaron a tener dificultades para obtener financiación en los mercados de capitales, que se acrecentaron de forma notable tras la quiebra de *Lehman Brothers* en septiembre de 2008. Además, como se analiza en el texto, muchas economías emergentes europeas se vieron severamente afectadas por la crisis. Esta situación propició una preocupación creciente por la continuidad de la financiación que esas filiales obtenían de sus bancos matrices, lo que, dada la alta integración financiera que existe entre los países europeos, hubiera generado probablemente un colapso del sistema bancario.

En ese contexto se puso en marcha, en enero de 2009, la Iniciativa de Coordinación Bancaria Europea —conocida como la «Iniciativa de Viena»—, con el objetivo de establecer un marco de coordinación voluntario para analizar y resolver la crisis del sector financiero en los países de la Europa emergente —pertenecientes o no a la UE— que empezaban a tener graves dificultades de financiación. Aunque en un principio se dirigió fundamentalmente a los países que recibieron ayuda financiera internacional —Bosnia, Hungría, Letonia, Rumanía, Serbia y Ucrania—, posteriormente se incorporaron otros, como Bulgaria, Albania y Croacia. En todo caso, la participación es voluntaria y podría abarcar también a otros países que precisaran apoyo. Esta Iniciativa, liderada por el FMI, el Banco Europeo para la Reconstrucción y Desarrollo (BERD) y el Ministerio de Finanzas de Austria, logró involucrar a los sectores público y privado, estableciéndose así cuatro grupos de participantes: i) los organismos financieros internacionales [FMI, Banco Europeo de Inversión (BEI), Banco Mundial y BERD]; ii) las instituciones europeas (la Comisión Europea y el BCE como observador); iii) los bancos centrales, Gobiernos y autoridades supervisoras

tanto de los países de origen de los principales grupos bancarios como de los países emergentes europeos más afectados por la crisis, y iv) los principales grupos bancarios internacionales con intereses en la región¹.

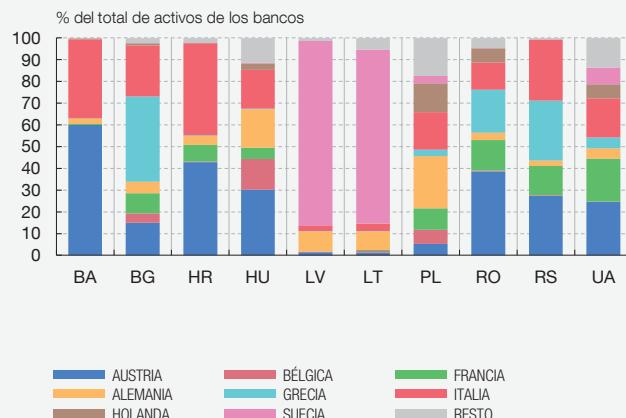
Una de las prioridades fundamentales de esta iniciativa fue prevenir una retirada masiva de capitales por parte de las casas matrices de las filiales bancarias establecidas en los países emergentes. Con este fin, se acordaron unos compromisos básicos. Los bancos extranjeros se comprometieron a mantener su financiación —en algunos casos, con compromisos cuantitativos²— y a recapitalizar a sus filiales en estos países, dado su interés estratégico de largo plazo en consolidar su presencia y aprovechar el crecimiento de la región. Estos compromisos suponían una medida de apoyo adicional a la ayuda financiera conjunta que algunos países tuvieron que solicitar al FMI y a la UE. Por otra parte, los países emergentes asumieron la responsabilidad de diseñar políticas macroeconómicas que les permitieran cumplir los objetivos acordados en los programas de ayuda financiera y, al mismo tiempo, adoptaron medidas de apoyo al sector bancario; entre ellas, la de proporcionar liquidez en moneda local a todas las entidades financieras del país y la de garantizar los depósitos bancarios. Adicionalmente, y dentro del marco de los programas firmados con el FMI y la UE, se acordó reforzar la cooperación en materia de regulación y compartir la información entre todos los países implicados.

En paralelo, y como parte de la Iniciativa de Viena, a finales de febrero de 2009 el BERD, el BEI y el Banco Mundial aprobaron la

1 Entre otros: Alpha Bank, Bayern LB, Erste Group Bank AG, Eurobank EFG, ING Bank, Intesa Sanpaolo, KBC Group, National Bank of Greece, OTB Bank y Piraeus Bank, Raiffeisen International, Skandinaviska Enskilda Banken, Société Générale, Uni Credit y Volksbank International.

2 En Hungría y Rumanía se acordó no reducir la exposición por debajo del 95 % de los niveles alcanzados a finales de 2008, y en Serbia, del 80 %.

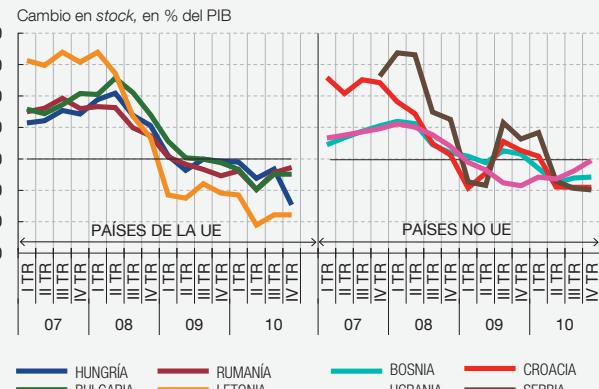
1 DESCOMPOSICIÓN DE LOS ACTIVOS DE LOS BANCOS EXTRANJEROS EN EUROPA DEL ESTE (a)



FUENTES: BIS, Datastream e IFS.

a Bosnia (BA), Bulgaria (BG), Croacia (HR) Hungría (HU), Letonia (LT), Lituanía (LV), Polonia (PL), Rumanía (RO), Serbia (RS) y Ucrania (UA).

2 EVOLUCIÓN DE LOS ACTIVOS DE LOS BANCOS EXTRANJEROS EN EUROPA DEL ESTE



concesión de una ayuda conjunta dirigida a un amplio grupo de países encuadrados en cuatro regiones —nuevos Estados miembros de la UE, países de los Balcanes y Turquía, países del Cáucaso y Europa del Este, y Rusia y Asia central—, pero dando prioridad a los países con mayores dificultades financieras (en inglés se denominó *The Joint IFI Action Plan*). El importe inicial de la ayuda se fijó en 24,5 mm de euros, pero finalmente ascendió a 33,2 mm al concluir en diciembre de 2010 —8,1 mm del BERD, 15,5 mm del BEI y 9,6 mm del Banco Mundial—. Esta ayuda tenía un doble objetivo: por una parte, contribuir a aliviar las dificultades del sector bancario y, por otra, impulsar el desarrollo de las pequeñas y medianas empresas, como medida para reactivar la economía real.

La reacción de los mercados financieros ante la Iniciativa de Viena fue positiva desde el principio y ayudó a estabilizar las expectativas y a recuperar la confianza. De hecho, aunque la financiación exterior se empezó a restringir a finales de 2007 y en muchos países cayó en 2008 —notablemente en Letonia, Croacia y Serbia—, la Iniciativa de Viena logró superar el riesgo de colapso del sistema bancario en la Europa emergente —tan solo se ha tenido que rescatar a algún banco de propiedad local— y la aparición de crisis cambiarias. A lo largo de 2009 se observó una estabilización de estos fondos, atribuible a los compromisos adquiridos por los bancos internacionales (véase gráfico 2).

Superada la fase de emergencia inicial, a mediados de marzo de 2010 la Iniciativa de Viena acordó ampliar su ámbito de actuación planteando nuevas propuestas, de carácter más preventivo, para lograr un crecimiento robusto y sostenible del sistema financiero en toda la Europa emergente. Se dio prioridad a la recapitalización de los bancos y a la reestructuración de sus balances, ante el creciente deterioro de sus carteras, por el aumento progresivo de las ratios de morosidad. Por otra parte, se hizo hincapié en corregir la vulnerabilidad exterior, debida tanto a la excesiva dependencia del ahorro externo como al elevado endeudamiento en moneda extranjera en forma de préstamos al sector privado no financiero.

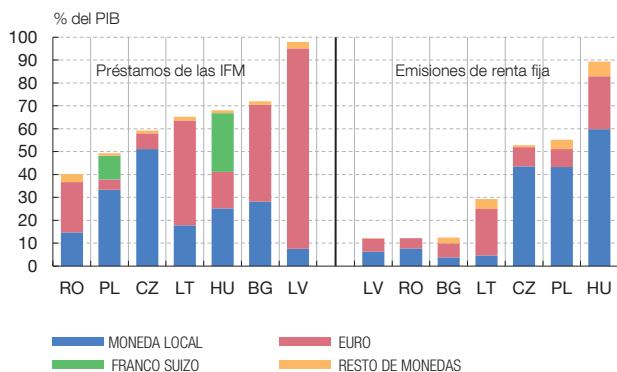
Para reducir esta dependencia, las recomendaciones se encaminan a fomentar el desarrollo de los mercados de capitales en moneda local, a través de tres actuaciones: i) consolidar una política macroeconómica sostenible, manteniendo una baja inflación y un uso más eficiente de los recursos de la UE; ii) crear una infraestructura para el mercado interno, diseñando un marco legal y sus instrumentos financieros, y iii) establecer una apropiada política prudencial de regulación para la concesión de préstamos en moneda extranjera. Los países están trabajando en esta dirección, si bien, dada la estructura de sus sistemas bancarios, resulta complicado limitar la concesión de préstamos en moneda extranjera al sector privado no financiero, mientras las filiales se sigan financiando con préstamos de sus bancos matrices. No obstante, algunos países, como Hungría, ya están adoptando diversas medidas para limitar la concesión de préstamos en moneda extranjera³, lo que se reflejó, a su vez, en una mayor contracción de la financiación procedente del exterior (véase gráfico 2).

Se pretende que la Iniciativa de Viena continúe vigilando la estabilidad del sector financiero y proporcionando un marco común de actuación para resolver problemas que se puedan plantear en este ámbito. De hecho, ya se han identificado dos temas de análisis para este año, cuyas conclusiones se presentarán en 2012: las implicaciones que supondrá la adaptación de la normativa recogida en Basilea III y los desafíos que implica gestionar la cartera de préstamos impagados.

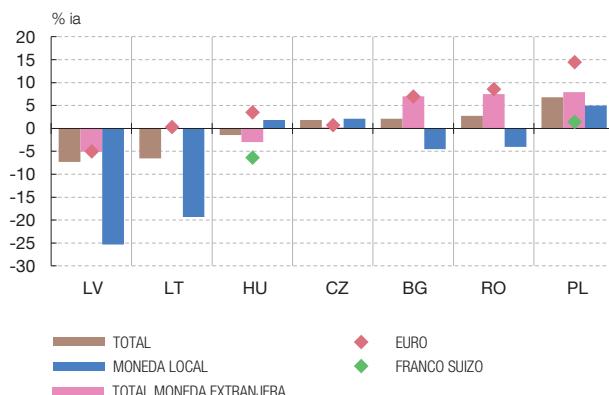
³ En concreto, en Hungría se prohibió la concesión de nuevas hipotecas en moneda extranjera desde el cuarto trimestre de 2010, si bien desde el segundo trimestre de 2011 se ha levantado la prohibición para los hogares que posean rentas en euros por una cantidad equivalente o superior a 15 veces el salario mínimo. Por otro lado, el Gobierno y los bancos húngaros llegaron a un acuerdo para ayudar a los hogares que tienen hipotecas en moneda extranjera. A los que quieran participar, los bancos les fijarán el tipo de cambio favorable respecto al mercado hasta 2014 y la diferencia entre ambos se acumulará en una cuenta separada con la garantía del Gobierno, que las familias tendrán que ir reembolsando a partir de 2015.

No se dispone de una descomposición del endeudamiento total de estos países por monedas, pero sí para dos de los componentes más importantes —crédito bancario interno y emisiones de renta fija (en el mercado tanto local como exterior)—, que permiten extraer una aproximación general del peso del endeudamiento en moneda extranjera¹⁶. Como muestra el panel izquierdo del gráfico 8, en la región hay un predominio generalizado del crédito bancario en moneda extranjera, principalmente en euros, salvo en el caso de la República Checa y, en menor medida, de Polonia, países con tipo de cambio flexible. Destaca especialmente Letonia, donde los préstamos en euros al sector privado superan el 80 % del PIB. Por otra parte, cabe resaltar el volumen de préstamos en francos suizos en Hungría, cercano al 25 %

¹⁶ Para llegar a la cifra del endeudamiento total en moneda extranjera haría falta conocer el desglose por moneda de los restantes componentes: i) los préstamos de las IFM extranjeras a los sectores residentes (que, en su mayoría, se podrían suponer denominados en moneda extranjera); ii) los préstamos internos de las IFM al sector bancario; iii) los préstamos internos de otras instituciones distintas de las IFM, y iv) los depósitos internos.

PRÉSTAMOS BANCARIOS AL SECTOR PRIVADO NO FINANCIERO
Y EMISIÓNES DE RENTA FIJA. DICIEMBRE DE 2010 (a)

CRECIMIENTO PROMEDIO DEL CRÉDITO TRAS LA CRISIS (b)



FUENTES: Bancos nacionales y Datastream.

- a Se trata de préstamos de las IFM nacionales. Las emisiones son todas las realizadas por los sectores residentes, tanto en el mercado local como en el exterior.
 b Crecimiento interanual promedio desde septiembre de 2009 hasta marzo de 2011.

del PIB —concentrado en los hogares— y, más reducido, en Polonia —alrededor de un 10%—. Por el contrario, en las emisiones de renta fija el mayor peso corresponde a las emitidas en moneda local —salvo en Lituania y Bulgaria—, pero las denominadas en moneda extranjera son significativas en Hungría y en Lituania (en torno al 30 % del PIB).

Por otra parte, la evolución reciente del crédito en moneda extranjera al sector privado ha sido más expansiva que el otorgado en moneda local, compensando, en parte, la fuerte contracción de este último (véase el panel derecho del gráfico 8). En concreto, destaca el crecimiento de los préstamos en euros, que ha sido superior en todos los países a los denominados en moneda local —con la excepción de la República Checa—, mientras que, por el contrario, los préstamos en francos suizos han tenido un comportamiento más negativo que el resto.

Esta elevada exposición de la región en moneda extranjera lleva aparejado, como ya se mencionó, un incremento del riesgo asociado a una depreciación del tipo de cambio, que elevaría la carga de la deuda¹⁷. Este riesgo es más acusado, a priori, en los países que tienen un tipo de cambio flexible. Dentro de estos, el mayor endeudamiento en moneda extranjera de Hungría le supuso, sobre todo en el comienzo de la crisis, enfrentarse a elevadas tensiones en sus mercados financieros, como consecuencia de la fuerte depreciación de su moneda, el forint, que incrementó el riesgo de impago por parte de los deudores internos¹⁸. Por otra parte, tampoco se deben infravalorar los riesgos que tiene el endeudamiento en moneda extranjera en los países con tipo de cambio fijo. En este sentido, cabe señalar el episodio de inestabilidad financiera que vivió Letonia a mediados de 2009, cuando se reavivó el debate sobre una posible devaluación del lats letón, como solución ante el agravamiento de la crisis financiera y la aguda recesión que estaba atravesando el país. De haberse llegado a producir una devaluación en aquellas circunstancias, los efectos hubieran sido muy negativos sobre los balances de los agentes endeudados en moneda

17 Bordo et ál. (2010) muestran empíricamente que el elevado endeudamiento en moneda extranjera incrementa el riesgo de que se desencadene una crisis financiera, que además se traduciría en deterioros permanentes y significativos del PIB.

18 Para hacer frente a estos riesgos, Hungría ha ido adoptando, desde mediados de 2010, diversas medidas para limitar la exposición del sector privado a los préstamos en moneda extranjera. Para un mayor detalle, véase el recuadro 2.

extranjera y seguramente hubiera colgado riesgos de contagio para otros países de su entorno. Por ello, tanto los organismos internacionales como la Iniciativa de Viena insisten en que la región disminuya su financiación en moneda extranjera, potenciando el desarrollo de sus mercados de capitales en moneda local, junto con la aplicación de políticas prudenciales en la concesión de préstamos en moneda extranjera. Con ello, se trataría de evitar posibles consecuencias negativas para la estabilidad financiera, provocadas por una fuerte depreciación del tipo de cambio.

Conclusiones

Desde su incorporación a la UE, los nuevos Estados miembros avanzaron rápidamente en la convergencia real, catalizada por las cuantiosas entradas de capital extranjero, que contribuyeron a la fuerte expansión del crédito y de la demanda interna. A lo largo de los años de bonanza, la mayor parte de los países fueron acumulando desequilibrios, que se reflejaron en un aumento de la dependencia de la financiación exterior, lo que les situó en una situación de especial vulnerabilidad cuando estalló la crisis financiera mundial. De hecho, la evidencia ha demostrado que los países que habían acumulado mayores desequilibrios han sido, a la postre, los que han sufrido un ajuste interno más severo, con caídas abruptas de la actividad, que han permitido corregir parcialmente esos desequilibrios —los déficits por cuenta corriente se han reducido muy notablemente e incluso algunos países registran superávits—, aunque la recuperación de estas economías solo ha empezado a producirse de forma lenta y gradual a lo largo de 2010.

Las persistentes necesidades de financiación exterior se han reflejado en un deterioro creciente de la PII deudora neta (mayores pasivos que activos exteriores), que, no obstante, fue mitigada por la evolución favorable de la actividad durante la época expansiva. Tras la crisis, pese a la reducción de las necesidades de financiación, la PII siguió deteriorándose, debido a la fuerte contracción de la actividad y, en menor medida, a la contribución desfavorable de los efectos de valoración. Además, si bien el stock de inversión directa sigue teniendo un papel preponderante en la mayoría de países, otras partidas más volátiles —principalmente, instrumentos de deuda— han ido ganando peso. En concreto, el deterioro de la PII neta se explica por el gran incremento de los pasivos desde el acceso a la UE. Por su parte, el endeudamiento total se elevó en 2010 hasta el entorno del 200 % del PIB en la mayoría de los países y superó el 300 % en Hungría y en Letonia. Aunque en todos ellos el grueso de la deuda es interna (es decir, entre los distintos sectores residentes de la economía), la deuda externa también supone una parte relevante —especialmente, en Hungría, Letonia y Bulgaria— y, adicionalmente, una buena parte del endeudamiento interno —préstamos, principalmente— está denominada en moneda extranjera, esencialmente en euros. Esta situación sigue representando actualmente uno de los principales focos de vulnerabilidad, asociada a los riesgos cambiarios y de refinanciación de la deuda. Para hacer frente a estos riesgos, se requirió un fuerte apoyo de los organismos internacionales y europeos, que fue complementado con la participación cooperativa del sector privado, a través de la Iniciativa de Viena. Una vez superado el período de mayor inestabilidad, la prioridad es corregir la excesiva dependencia de la financiación exterior y del endeudamiento en moneda extranjera y, al mismo tiempo, fomentar el desarrollo de los mercados en moneda local. La consecución de estos objetivos —en los que los nuevos Estados miembros de la UE que todavía no han adoptado el euro han mostrado algunos avances en el último ejercicio— constituye un elemento esencial para lograr una recuperación sólida y sostenible a largo plazo y con menores riesgos para la estabilidad financiera.

21.7.2011.

BIBLIOGRAFÍA

- BACKE, P., B. EGERT y Z. WALKO (2007). «Credit growth in Central and Eastern Europe revisited», *Focus on European economic integration 2/2007*, Oesterreichische Nationalbank, pp. 69-77.
- BANCO CENTRAL EUROPEO (2010). «El impacto de la crisis financiera en los países de Europa Central y Oriental», *Boletín Mensual*, julio, pp. 93-105.
- BIS (2009). *Capital flows and emerging market economies*, Committee on the Global Financial System (CGFS), paper 33.
- BORDO, M., C. MEISSNER y D. STUCKLER (2010). «Foreign currency debt, financial crises and economic growth: A long-run view», *Journal of International Money and Finance*, vol. 29, n.º 4, pp. 642-665.
- BRONER, F., T. DIDIER, A. ERCE y S. SCHMUKLER (2010). «Gross Capital Flows: Dynamics and Crises», Documentos de Trabajo, n.º 1039, Banco de España.
- BRZOZA-BRZEZINA, M., T. CHMIELEWSKI y J. NIEDZWIEDZINSKA (2007). *Substitution between domestic and foreign currency loans in Central Europe. Do central banks matter?*, MPRA paper, n.º 6879.
- EGERT, B., y R. MARTIN (2009). «Real estate, construction and growth in Central and Eastern Europe: Impact on competitiveness», *Focus on European Economic Integration 2/2008*, Oesterreichische Nationalbank, pp. 52-72.
- GORDO, E., y A. DEL RÍO (2009). «Las relaciones comerciales y financieras de la UEM con Europa Central y del Este», *Boletín Económico*, marzo, Banco de España, pp. 91-102.
- HERZBERG, V. (2010). *Assessing the risk of private sector debt overhang in the Baltic countries*, IMF Working Paper WP/10/250.
- KISS, G., M. NAGY y B. VONNAK (2006). *Credit growth in Central and Eastern Europe: Trend, Cycle or Boom?*, MNB Working Paper 2006/10.
- LANE, P., y G. M. MILESI-FERRETTI (2006). *Capital Flows to Central and Eastern Europe*, IMF Working Paper WP/06/188.
- MILEVA, E. (2008). *The impact of capital flows on domestic investment in transition economies*, ECB Working Paper, n.º 871.
- POPOV, A., y G. F. UDELL (2010). *Cross-border banking and the international transmission of financial distress during the crisis of 2007-2008*, ECB Working Paper, n.º 1203.
- ROSENBERG, C., y M. TIRPAK (2008). *Determinants of Foreign Currency Borrowing in the New Member States of the EU*, IMF Working Paper WP/08/173.
- STULZ, R. (2006). *Financial globalization, corporate governance and Eastern Europe*, NBER Working Paper, n.º 11912.