

Este artículo ha sido elaborado por Daniel Garrote, Pedro del Río, Teresa Sastre y Eva Valdeolivas, de la Dirección General Adjunta de Asuntos Internacionales.

### Introducción

Los países bálticos (Estonia, Letonia y Lituania) experimentaron un *boom* económico muy intenso desde principios del presente milenio, en el contexto de su proceso de incorporación a la UE —que se produjo en 2004—, hasta que la crisis financiera global frenó en seco su crecimiento en 2008 y provocó un profundo ajuste económico. Durante los años anteriores a la crisis, estos países registraron tasas de crecimiento del PIB muy elevadas, que les permitieron avanzar en su proceso de convergencia con la UE. No obstante, este crecimiento vino acompañado de la generación de una serie de desequilibrios macroeconómicos y financieros, que incrementaron su vulnerabilidad ante *shocks* externos, haciendo insostenible ese modelo de crecimiento.

Un elemento común a los tres países bálticos durante todo ese período ha sido la presencia de regímenes de tipo de cambio fijo. La fijación del tipo de cambio no solo pudo contribuir a la acumulación de desequilibrios antes de la crisis<sup>1</sup>, sino también a que su mantenimiento posterior les obligara a corregir sus desequilibrios mediante procesos de devaluación interna, es decir, vía reducción de precios y salarios relativos, e intensos ajustes fiscales. Esta estrategia ocasionó inicialmente una caída abrupta de la actividad, de la que las economías bálticas han logrado recuperarse con rapidez; actualmente registran las tasas de crecimiento más elevadas de la UE, y los desequilibrios fiscales y por cuenta corriente han tendido a corregirse. De hecho, de estos países, uno ha adoptado el euro y otro está a punto de hacerlo: Estonia, en 2011, y Letonia, en enero de 2014.

Este artículo analiza el proceso de ajuste de las economías bálticas mediante la estrategia de reducción de precios y salarios relativos. Empieza con una breve descripción de los intensos episodios de expansión y ajuste económico —*boom and bust*— mencionados antes, y sigue con una discusión sobre los condicionantes económicos y políticos que les llevaron a la decisión de no devaluar el tipo de cambio. Continúa con un análisis detallado de los diferentes elementos del ajuste, en los ámbitos fiscal, salarial y de precios, así como de saneamiento de los balances del sector privado, financiero y no financiero. Finalmente, evalúa el éxito de esta estrategia de ajuste, teniendo en cuenta los aspectos específicos de los países bálticos.

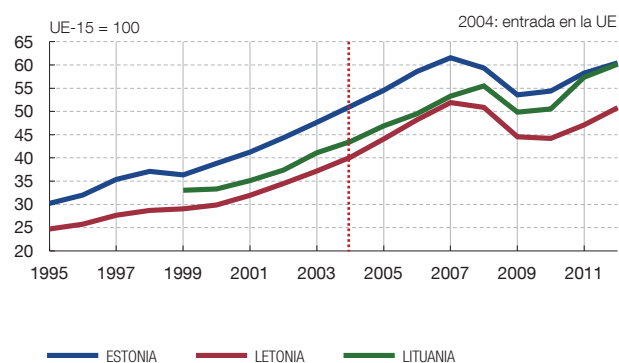
### Episodios *boom-bust* en los países bálticos

Los países bálticos iniciaron una etapa de crecimiento económico muy intenso en la década previa a la crisis, fruto no solo de las transformaciones estructurales propias de los países en transición, sino también de unas condiciones financieras muy laxas, consecuencia, en buena medida, de las fuertes entradas de capitales extranjeros. Así, el PIB per cápita de estos países, que representaba un 30 % del promedio de la UE-15 en 1995, alcanzó algo más del 50 % en 2007, el año previo a la crisis financiera global (véase gráfico 1). En particular, tras su incorporación a la UE en 2004, la actividad económica avanzó a un ritmo que excedía el crecimiento potencial —con tasas que superaron el 10 % en varios años—, impulsada, fundamentalmente, por la demanda interna (véase gráfico 1).

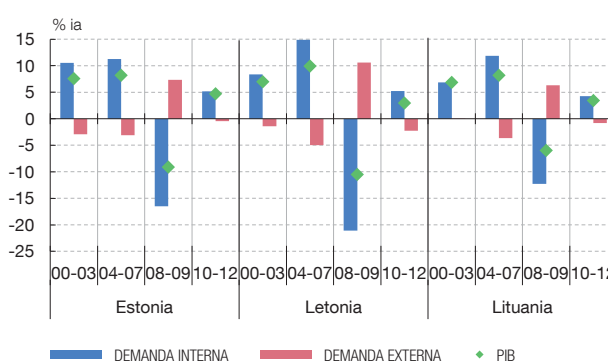
La intensa fase expansiva, de *boom* económico, se vio propiciada por las expectativas de mayor crecimiento, en el contexto de integración en la Unión Europea, el notable descenso

<sup>1</sup> Véase Alberola *et al.* (2012).

EVOLUCIÓN DEL PIB PER CÁPITA



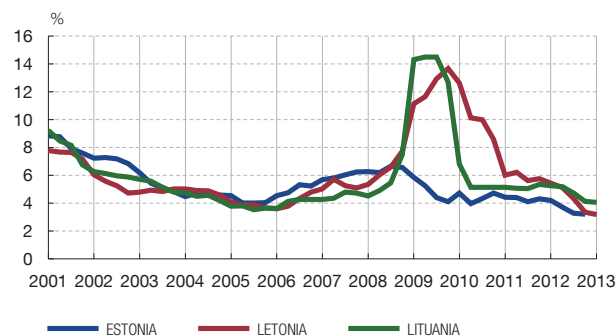
PIB: COMPONENTES DE DEMANDA



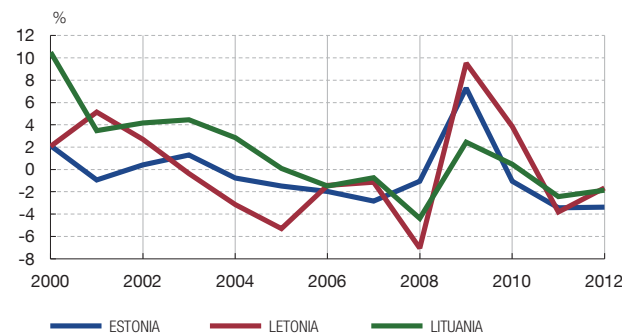
FUENTES: Eurostat y Fondo Monetario Internacional.

TIPOS DE INTERÉS NOMINALES Y REALES

TIPO DE INTERÉS A LARGO PLAZO



TIPO DE INTERÉS REAL A CORTO PLAZO

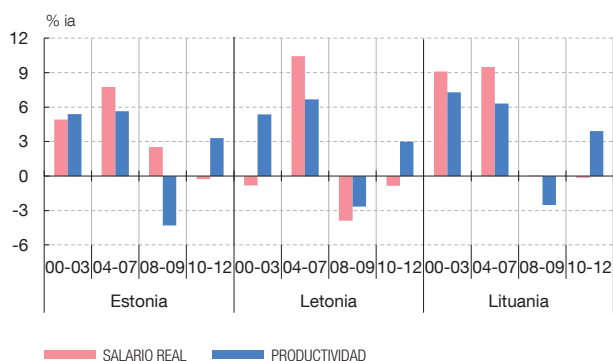


FUENTES: AMECO, Bloomberg y Eurostat.

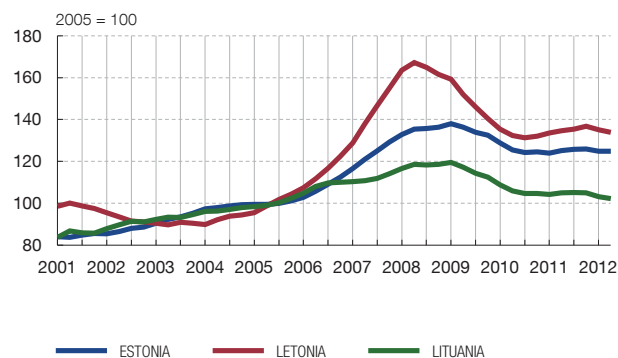
de los tipos de interés a corto y largo plazo (véase gráfico 2) —que llegaron a ser negativos, en términos reales, en los años más álgidos del *boom*—, y un incremento del precio de los activos residenciales y del endeudamiento del sector privado, favorecido por los flujos de capitales provenientes del exterior.

Las presiones de demanda que soportaron estas economías dieron lugar, en un contexto de tipos de cambio fijos (Estonia y Lituania mantenían un *currency board* frente al euro, y Letonia un tipo de cambio fijo con el euro, con una banda de fluctuación del  $\pm 1\%$ ), a una aceleración de los precios y los salarios nominales, que se retroalimentaron unos a otros. El crecimiento de la remuneración media por trabajador aumentó de forma continua hasta 2007 —alcanzando un 35% en Letonia, más de un 20% en Estonia y un 15% en Lituania—, por encima de la inflación, de modo que los salarios reales crecieron a un ritmo muy elevado en el período 2004-2007 (7%-9% anual), más allá de lo que vendría explicado por el crecimiento de la productividad (véase gráfico 3). El crecimiento superior de los salarios al de la productividad, en un contexto de fuerte presión de demanda, dio lugar a un crecimiento de los costes laborales unitarios superior al de sus socios comerciales de la Unión Europea (véase gráfico 3). La consiguiente apreciación del tipo de cambio real supuso un notable deterioro de la competitividad-precio, que fue especialmente intenso en Letonia.

SALARIO REAL Y PRODUCTIVIDAD



TIPO DE CAMBIO EFECTIVO REAL (a)

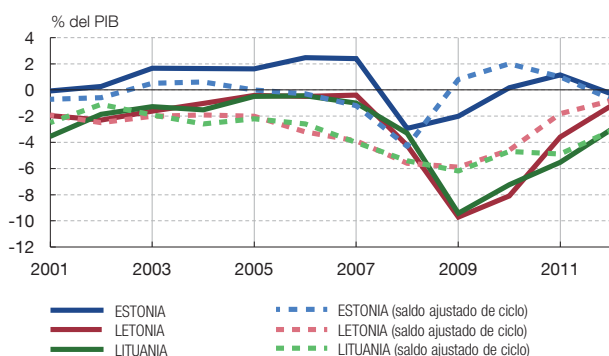


FUENTES: AMECO y Eurostat.

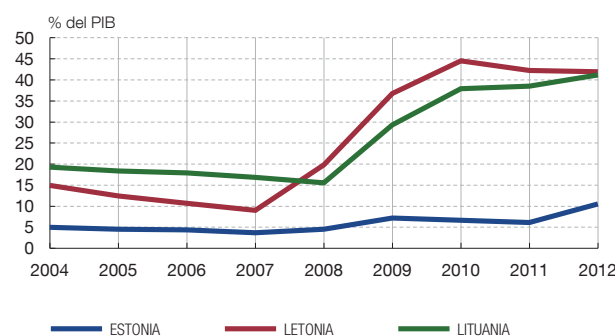
a Calculado con costes laborales unitarios frente a un conjunto de 36 países relevantes en el comercio mundial.

EVOLUCIÓN DE LAS FINANZAS PÚBLICAS

SALDO DE LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS



DEUDA PÚBLICA

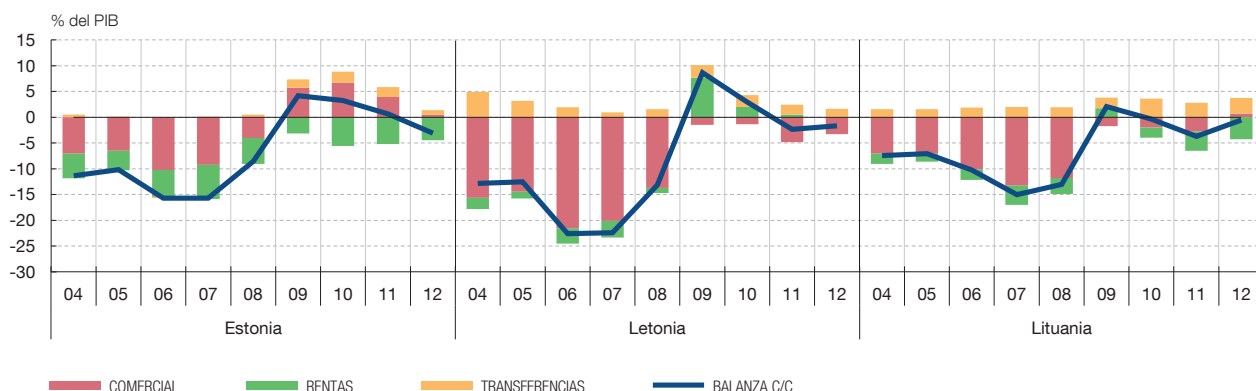


FUENTES: AMECO y Fondo Monetario Internacional.

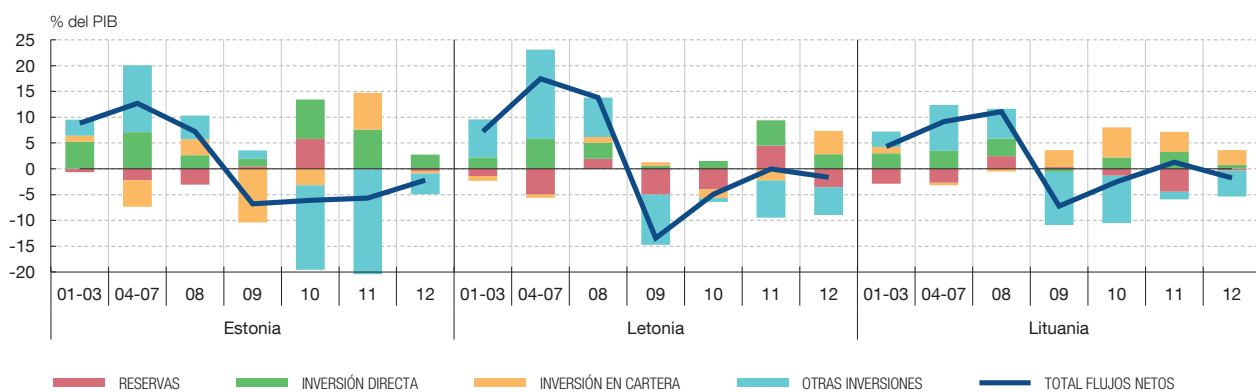
A pesar de los indicios de sobrecalentamiento, las políticas macroeconómicas adoptaron un carácter procíclico. La política monetaria estaba supeditada al mantenimiento de los tipos de cambio fijos, de modo que los tipos de interés a corto plazo se mantuvieron alineados con los tipos del área del euro. La posición de las finanzas públicas, por su parte, era aparentemente saneada hasta el comienzo de la crisis, con un déficit muy reducido en Letonia y Lituania, y una posición de superávit en Estonia (véase gráfico 4). Sin embargo, esta evolución ocultaba serios desequilibrios y los saldos estructurales —que excluyen el efecto de los factores cíclicos de la actividad sobre las cuentas públicas— registraron un progresivo deterioro.

El rápido crecimiento vino acompañado de la generación de otros desequilibrios macroeconómicos y financieros. Así, los déficits por cuenta corriente alcanzaron en los años previos a la crisis unos niveles del 15 %-20 % del PIB (véase gráfico 5), reflejo de las necesidades de financiación externa del sector privado. En los años previos a la incorporación a la UE, la financiación provino de entradas de capital en forma de inversión directa extranjera, pero desde 2004 los flujos de capital pasaron a ser, mayoritariamente, préstamos de instituciones financieras de la UE, con presencia de filiales bancarias en estos

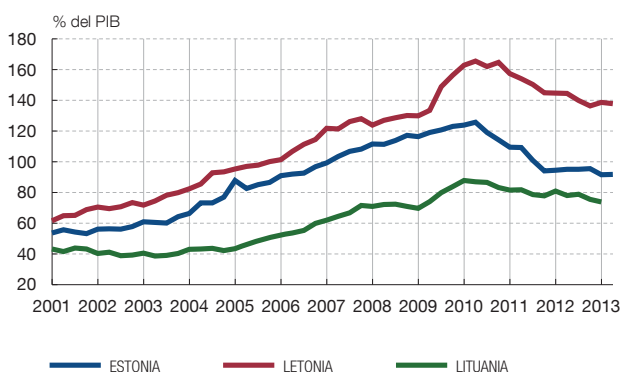
BALANZA POR CUENTA CORRIENTE



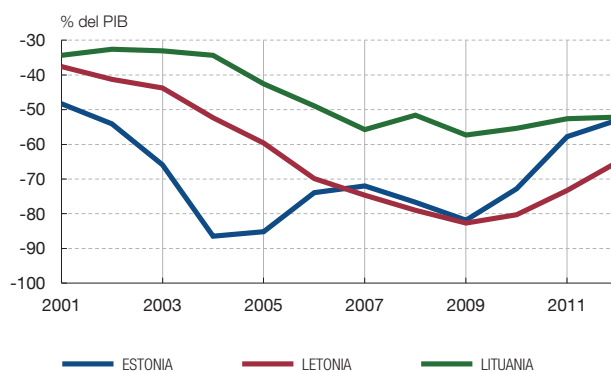
CUENTA FINANCIERA



DEUDA EXTERNA



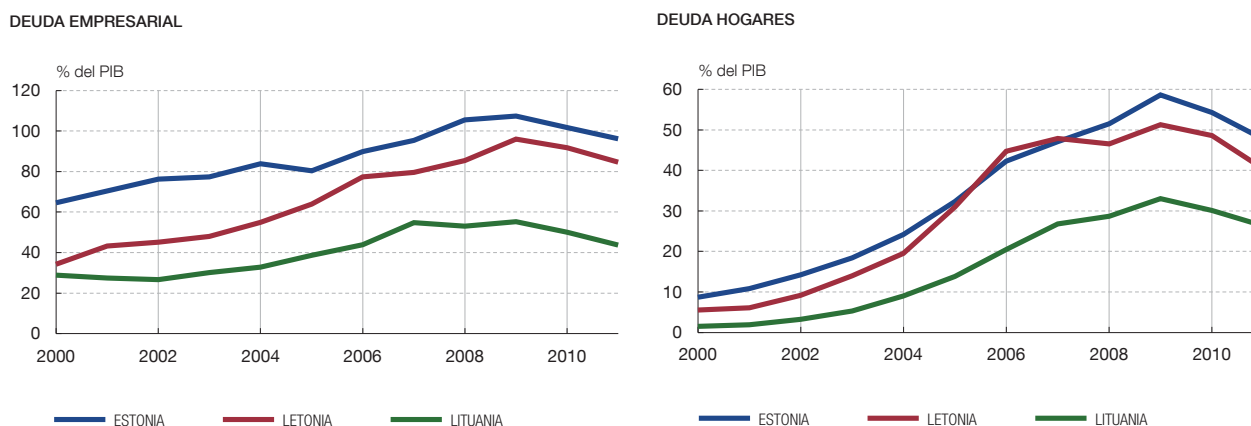
POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL



FUENTES: AMECO, Datastream, Eurostat y Fondo Monetario Internacional.

países (véase gráfico 5). La persistencia de un volumen importante de entradas de capital durante ese período originó un aumento muy notable de la deuda externa y de la posición deudora neta de estos países (véase gráfico 5).

La mayor parte de las entradas de capital se canalizó hacia el mercado interno en forma de préstamos al sector privado, que incrementó notablemente su endeudamiento (véase



FUENTE: Eurostat.

gráfico 6). El sector más endeudado fue el empresarial (en el entorno del 100 % del PIB en Estonia y en Letonia), mientras que los hogares, que partían de un volumen muy reducido de endeudamiento (inferior al 10 % del PIB en el año 2000), experimentaron un aumento muy acusado de su deuda, hasta situarla en el 50 %-60 % del PIB. Además, el mantenimiento de tipos de cambio fijos con el euro y la progresiva integración en los mercados financieros europeos contribuyeron a la extensión de la financiación en moneda extranjera —fundamentalmente, en euros—, una práctica muy común y característica de estos países (representa cerca del 90 % del crédito al sector privado).

Estos desequilibrios y vulnerabilidades hacían difícilmente sostenible el patrón de crecimiento de las economías bálticas. De hecho, a partir de 2007 los bancos que operaban en estos países se propusieron reducir de manera controlada el excesivo crecimiento del crédito, con el fin de moderar las vulnerabilidades asociadas a su elevado grado de exposición en estas economías. El endurecimiento de las condiciones de financiación y la revisión a la baja de las expectativas de revalorización de los activos residenciales contribuyeron a una desaceleración intensa de la demanda interna, ya antes del desencadenamiento de la crisis financiera global.

Las turbulencias financieras posteriores, asociadas a la crisis de Lehman Brothers, afectaron de modo generalizado a la economía global, pero mucho más significativamente a las economías más dependientes de la financiación externa, como era el caso de los tres países bálticos, que en un breve lapso de tiempo registraron una abrupta retirada de capitales, de magnitud similar a las entradas previas (véase gráfico 5), y un incremento brusco de los costes de financiación (véase gráfico 2). Este proceso se concentró en la financiación procedente de las entidades bancarias, recogida en la partida de otras inversiones. El caso de Letonia fue el más paradigmático, y acabó traducándose en una crisis de balanza de pagos que le obligó a pedir ayuda financiera al FMI, a la CE y a otros prestamistas en diciembre de 2008. En este contexto, los agentes privados iniciaron un proceso de desapalancamiento (véase gráfico 6), mientras que la posición fiscal mostró un rápido deterioro (véase gráfico 4), como consecuencia de la caída de los ingresos y del aumento del gasto público. En conjunto, el incremento de las necesidades de financiación del sector público fue muy inferior a la mejora de la capacidad de financiación del sector privado, de modo que el saldo de la balanza por cuenta corriente mejoró notablemente en las tres economías, situándose en una posición de superávit de entre el 5 % y el 10 % del PIB en 2009 (véase gráfico 5).

## La elección de un ajuste sin devaluación del tipo de cambio

Los efectos sobre la actividad fueron muy acusados: entre los años 2008 y 2009, el PIB se contrajo un 20 % en Letonia, un 17 % en Estonia y un 14 % en Lituania (véase gráfico 1). A este retroceso contribuyeron tanto la demanda externa, afectada por el colapso del comercio mundial, como la demanda interna, muy deprimida por la fuerte corrección del crédito, el aumento de los tipos de interés reales, la caída del precio de los activos, el deterioro de la confianza y el proceso de consolidación fiscal que se inició en estos países. El ajuste fue generalizado, aunque afectó especialmente al sector de la construcción (caída del 50 % anual en Letonia y Lituania, y de un 40 % en Estonia), que también había experimentado un incremento excesivo en la etapa previa a la crisis.

Pese a la recomendación inicial de algunos organismos internacionales, como el FMI, y de varios académicos<sup>2</sup>, de devaluar sus monedas, las autoridades de los países bálticos adoptaron una postura firme de mantener la paridad de su tipo de cambio frente al euro, optando por llevar a cabo un ajuste a través de una devaluación interna, consistente en la reducción de precios y costes relativos, acompañada de una decidida consolidación fiscal. La elección de una estrategia de este tipo estuvo motivada por aspectos tanto económicos como políticos, varios de los cuales responden a factores idiosincrásicos de estas economías<sup>3</sup>.

La razón fundamental de esta resistencia a la devaluación es que el balance entre costes y beneficios económicos era incierto. En términos de costes, el elevado peso de los pasivos en moneda extranjera en el balance de los agentes habría incrementado sustancialmente —en caso de devaluar el tipo de cambio— el volumen y la carga financiera de los pasivos del sector privado, con un gran riesgo de desestabilización del sistema financiero. En términos de beneficios, las ganancias de competitividad que reportaría una devaluación serían notablemente mermadas por el incremento de los costes de producción, dado el alto contenido importador de la producción y de las exportaciones. Además, ante la debilidad de la demanda mundial en 2008-2009 y, en particular, de importantes socios comerciales de estas economías, las autoridades no esperaban una aportación demasiado positiva de las exportaciones.

Otro aspecto fundamental, y específico de estas economías, era su objetivo de acceder al área del euro en un horizonte más o menos cercano, lo que suponía un fuerte incentivo para evitar la devaluación cambiaria. Desde su separación de la extinta Unión Soviética, los países bálticos habían usado la paridad con el dólar (en los noventa) y con el euro (posteriormente) como forma de anclar las expectativas de inflación. Por ello, las autoridades temían que si procedían a devaluar se produjera una pérdida de credibilidad internacional, que podía dar lugar a una fuga de depósitos y a una desestabilización macroeconómica. Además, la experiencia positiva con los regímenes de tipo de cambio fijo en la lucha contra la hiperinflación, en el momento de la transición, y en el control posterior de la inflación, así como la práctica inexperiencia en el manejo de una política monetaria autónoma e independiente, incrementaba la resistencia a modificar el régimen monetario y de tipo de cambio.

Por otro lado, el intenso ajuste interno era, en gran medida, inevitable, dado el escaso margen de las políticas macroeconómicas. La rápida salida de capitales y las dificultades para obtener fondos en los mercados internacionales impedían financiar una expansión fiscal contracíclica, y el objetivo de incorporación a la zona del euro, al que los Gobiernos

2 Véanse Krugman (2008), Blanchard (2012) y Rodrik (2012).

3 Véase Rimšēvičs (2012).

bálticos no deseaban renunciar, dejaban muy escaso margen de actuación a la política monetaria. Asimismo, en estas economías, una política de devaluación interna parecía factible, dadas las características estructurales de sus mercados de trabajo, caracterizados por el alto porcentaje de las retribuciones variables (bonus y horas extraordinarias), el bajo grado de sindicalización, los reducidos costes de despido o los contratos laborales de derecho privado en la Administración Pública, factores que favorecían la realización de ajustes de empleo y de salarios<sup>4</sup>. Las experiencias históricas anteriores, como la tumultuosa transición desde un estado de planificación central, en los años noventa, y varias crisis profundas —de las cuales estas economías emergieron satisfactoriamente— favorecían el apoyo ciudadano al proceso de devaluación interna, de forma que no se produjeron tensiones sociales ni políticas graves<sup>5</sup>, lo que ha sido identificado como un determinante del éxito de la estrategia adoptada<sup>6</sup>.

Pese a algunas reticencias iniciales, los organismos internacionales acabaron apoyando las estrategias de estos países, tanto por los argumentos que se han señalado como por el riesgo de contagio que una devaluación podía tener sobre otras economías de la región. Adicionalmente, la devaluación hubiera supuesto unas pérdidas significativas para los bancos nórdicos que habían invertido en la región, en un momento de difícil obtención de fondos en los mercados mayoristas, lo que podría haberse traducido en un deterioro de la confianza de los mercados financieros en estas entidades (véase la sección dedicada a la estabilidad del sistema financiero y apoyos internacionales).

#### Elementos de la estrategia de ajuste en los países bálticos

La estrategia de las autoridades de las economías bálticas perseguía favorecer la competitividad, promover la sostenibilidad de las finanzas públicas y la solidez del sistema financiero, y mejorar la flexibilidad estructural de la economía. Para ello se adoptaron diversas medidas orientadas a: i) una reducción de los costes de los factores, y en particular de los salarios nominales; ii) una rápida consolidación fiscal; iii) facilitar el desapalancamiento del sector privado, y iv) preservar la estabilidad del sistema financiero<sup>7</sup>.

#### MEJORA DE LA COMPETITIVIDAD A TRAVÉS DE LA REDUCCIÓN DE LOS COSTES LABORALES

Uno de los ejes centrales de la estrategia era conseguir ganancias de competitividad que permitieran compensar las pérdidas acumuladas en los años anteriores del *boom*. El tipo de cambio efectivo real se depreció de manera significativa en los tres países desde el inicio de la crisis, entre los 10 puntos porcentuales (pp) en Estonia y los 20 pp en Letonia (véase gráfico 3). Dada la decisión de mantener el tipo de cambio fijo frente al euro, la mayor parte de la ganancia de competitividad provino de una intensa corrección en el mercado laboral de estas economías, que dio lugar a un descenso de los costes relativos, en un contexto de incrementos moderados de los costes laborales unitarios (CLU) de sus principales socios comerciales.

Efectivamente, durante 2009 y 2010 los CLU revirtieron el fuerte crecimiento de años anteriores, con caídas muy intensas en los tres países, si bien en Letonia fueron de especial magnitud (véase gráfico 3). En los tres casos, la corrección de los costes laborales descansó tanto en la disminución de los salarios como en la mejora de la productividad, conseguida a través de un intenso ajuste del empleo (véase gráfico 7). Esto dio lugar a un aumento muy marcado de la tasa de paro, que pasó de un nivel cercano al 5 % en 2007, hasta el 18 % en Estonia y Lituania y el 21 % en Letonia en 2010. El marco institucional de estas economías facilitó el ajuste interno en las empresas (cambios en las condiciones laborales como son los salarios, las horas trabajadas y las modalidades contractuales), lo que desempeñó

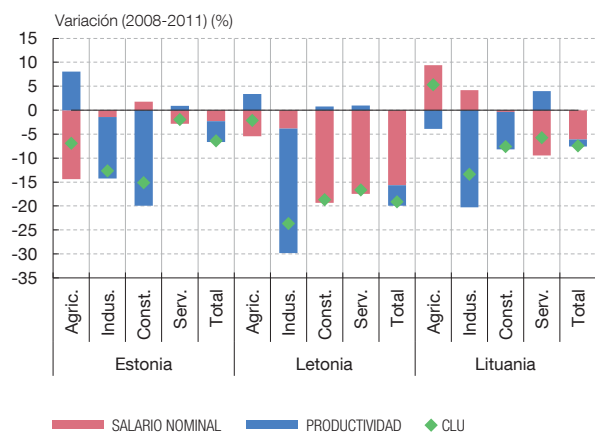
4 Véase Eamets y Masso (2004).

5 Véase Rodrik (2012).

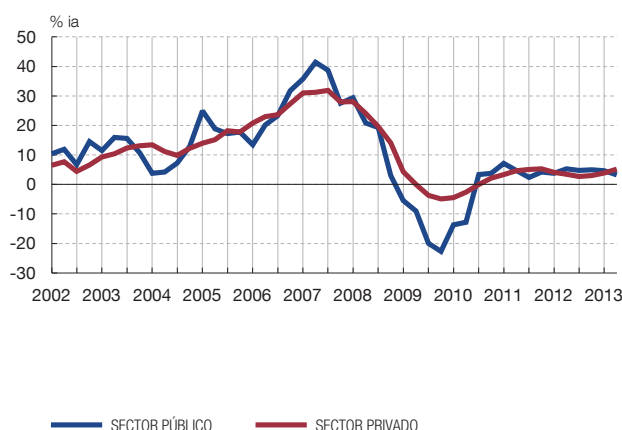
6 Véanse Blanchard (2012) y Lagarde (2012).

7 Véanse Aslund y Dombrovskis (2011), Bakker y Klíngen (2012), Dorrucchi (2012), Klóckers (2012) y Rimšēvičs (2012).

COSTE LABORAL UNITARIO (CLU) POR SECTORES



SALARIOS EN LETONIA



FUENTES: AMECO y Eurostat.

un papel relevante en la mejora de la competitividad, evitando una corrección del empleo aún mayor. El ajuste a la baja en el número de horas trabajadas por empleado originó, también, una caída del componente variable de las retribuciones salariales, que representa un porcentaje elevado en el conjunto de la masa salarial de estos países.

Entre los años 2008 y 2010, la caída de los costes laborales por sectores productivos fue generalizada, si bien de forma más acentuada en el sector manufacturero, gracias al incremento de la productividad (véase gráfico 7). Por el contrario, la reducción del CLU fue menor en sectores no comerciables, como los servicios, siendo la caída del salario nominal la razón primordial de ese descenso. En Letonia, en particular, el ajuste vía salarios se centró mayoritariamente en el sector público, donde llegaron a caer más del 20 % (véase gráfico 7), mientras que en las otras dos economías el ajuste fue más equilibrado, incluso algo mayor en el sector privado<sup>8</sup>.

Las ganancias de competitividad resultan, no obstante, inferiores si se miden a través de los precios de consumo relativos, en lugar de con los CLU (7 % en Letonia y poco más del 1 % en Estonia), en parte debido al incremento de la imposición indirecta en los tres países y a la fortaleza de los precios de las materias primas. Si se descuenta el efecto de estos factores sobre el IPC, o si se considera la variación en el deflactor del valor añadido, la ganancia de competitividad sigue siendo significativamente inferior a la registrada en términos de costes laborales, lo que parece apuntar a un proceso de recuperación o incremento de los márgenes de las empresas<sup>9</sup>.

PROCESO DE CONSOLIDACIÓN FISCAL

La brusca contracción de la actividad provocó un marcado deterioro de la situación fiscal, especialmente en Letonia y en Lituania, con déficits cercanos al 10 %, mientras que Estonia no llegó a superar el 3 %, partiendo de una posición inicial más saneada (véase gráfico 4). Por un lado, se produjo una fuerte caída de los ingresos públicos, debido al desplome de la principal fuente de recaudación (los impuestos indirectos) y a la desaparición de gran parte de los ingresos fiscales procedentes del boom inmobiliario. Por su parte, el gasto público aumentó notablemente, por el incremento de las partidas sociales y por el pago de intereses.

8 Véase Purfield y Rosenberg (2010).

9 Véase Blanchard *et al.* (2013).



Ante esta situación, las autoridades de los países bálticos realizaron un esfuerzo de consolidación fiscal, con el fin de evitar que el déficit se incrementara aún más en 2009. Esta decisión, que agudizó la contracción de la actividad, vino, en parte, motivada por el abrupto deterioro del saldo fiscal y el cierre de la financiación externa, en un momento de gran incertidumbre en los mercados financieros internacionales. Tan solo Estonia, que mantenía un elevado volumen de reservas y donde el déficit se deterioró en menor medida, pudo evitar las tensiones a la hora de acudir a financiar sus desequilibrios públicos.

Desde finales de 2008 a principios de 2009 se aprobaron unos paquetes de ajuste fiscal con medidas muy duras, que suponían una consolidación por valor del 6 % del PIB en Estonia, del 8 % en Lituania y del 11 % en Letonia. Las medidas comprendieron tanto subidas impositivas —mayoritariamente, de impuestos indirectos— como, fundamentalmente, un ajuste del gasto público. En particular, dado el elevado crecimiento previo de los salarios públicos, todos los programas incluyeron una fuerte reducción de la remuneración de asalariados públicos. En Letonia, los presupuestos de 2009 incluyeron una reducción de los salarios públicos del 25 % (véase gráfico 7) y un elevado número de despidos. Se redujeron, asimismo, los gastos corrientes y de capital, si bien estos últimos fueron parcialmente compensados con un mayor acceso a los fondos de la UE. Estos suponían entre el 2,5 % y el 4 % del PIB en 2007, y se incrementaron hasta el 4 %-6 % del PIB.

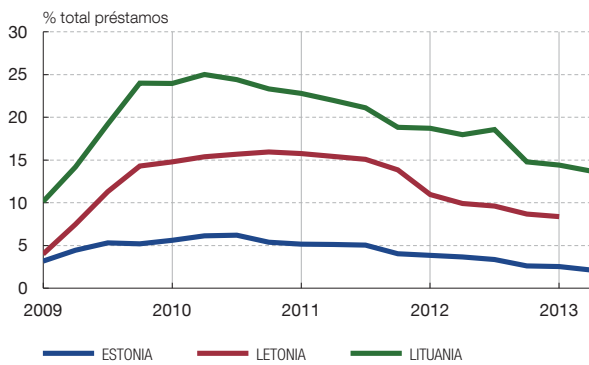
En los años posteriores, entre 2010 y 2012, los Gobiernos de estos países prosiguieron el proceso de ajuste fiscal, logrando en 2012 —con el respaldo de una recuperación vigorosa— reducir los déficits por debajo del 3 % establecido por la Comisión, en los casos de Estonia y Letonia (-1,1 % y -1,7 % del PIB, respectivamente), y situarlo en Lituania ligeramente por encima de ese valor de referencia (-3,1 %). Asimismo, tanto Letonia como Lituania, que vieron incrementar su deuda de forma rápida en el momento más álgido de la crisis, han logrado estabilizar la ratio de deuda pública sobre el PIB en niveles en torno al 40 % (véase gráfico 4). En Estonia se ha mantenido por debajo del 10 % del PIB durante todo el período.

#### DESAPALANCAMIENTO DEL SECTOR PRIVADO

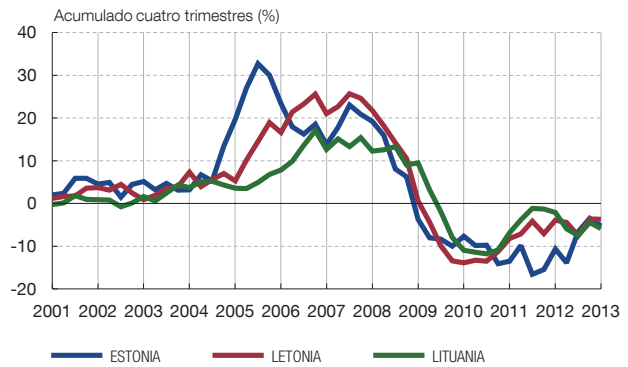
Los flujos de financiación neta al sector privado no financiero sufrieron una drástica corrección desde el año 2008. Este patrón fue generalizado en los tres países y afectó tanto al crédito destinado a hogares como a los préstamos a empresas. Destacan, no obstante, la caída de la financiación empresarial en Estonia (-15,6 % interanual en 2010) y la de hogares en Letonia (-10 % interanual en 2009). Desde 2011, el crédito a empresas ha comenzado a estabilizarse, con variaciones positivas en el caso de Letonia, mientras que los hogares siguen amortizando deuda en términos netos, aunque a menor ritmo.

En consecuencia, el endeudamiento del sector privado se ha reducido desde el inicio de la crisis (véase gráfico 6), si bien la ratio de deuda sobre el PIB siguió creciendo en 2009, por la fuerte caída de la actividad, alcanzando el máximo histórico en ese año. Cabe destacar que, a pesar de las dificultades de numerosas empresas y familias para hacer frente a los pagos de su deuda, hubo una escasa incidencia de los saneamientos (reestructuraciones e impagos), en ausencia de un marco legal de insolvencias adecuado. Tan solo en Letonia esta vía de disminución del endeudamiento tuvo un peso relevante, como consecuencia del compromiso de las autoridades letonas de desarrollar una estrategia de reestructuración de deudas bajo el programa de ayuda financiera del FMI y la UE. A pesar del ajuste realizado hasta la fecha, el endeudamiento del sector privado no financiero sigue siendo aún elevado en Estonia y Letonia (145 % y 125 % del PIB, respectivamente), aunque ya está por debajo del umbral que la Comisión Europea asocia con unos desequilibrios excesivos (160 %). En términos de su posición externa, los tres países presentan,

RATIO DE MOROSIDAD BANCARIA



FLUJOS DE FINANCIACIÓN DE LA BANCA INTERNACIONAL



FUENTES: Banco de Pagos Internacionales y Fondo Monetario Internacional.

todavía, una significativa vulnerabilidad, como refleja el elevado saldo deudor neto de su posición de inversión internacional (véase gráfico 5).

#### ESTABILIDAD DEL SISTEMA FINANCIERO Y APOYOS FINANCIEROS INTERNACIONALES

Uno de los puntos fundamentales de la estrategia de las autoridades bálticas era mantener la estabilidad de sus sistemas financieros, que, debido a la severidad de la crisis, se había puesto en entredicho. La contracción económica, con un fuerte repunte de la tasa de paro y una caída de las rentas, llevó consigo un deterioro abrupto de la calidad de los activos bancarios, que se manifestó en un incremento de la ratio de préstamos en mora, hasta el 15 % en Letonia y el 25 % en Lituania, si bien en Estonia se mantuvo en torno al 5 %<sup>10</sup> (véase gráfico 8). Al mismo tiempo, el deterioro de la confianza y las presiones sobre la paridad de sus monedas dieron lugar a un descenso de los depósitos, que también afectó negativamente a los balances bancarios.

Las autoridades aprobaron diversas medidas para hacer frente a la crisis de liquidez, para lo que contaron con un elevado grado de colaboración de los países escandinavos, que tenían importantes intereses económicos en la región. En Letonia, el país más afectado por la crisis, se llegó a un acuerdo de financiación internacional por valor de 7,5 mm de euros (en torno a un 40 % del PIB) con el FMI, la UE, otros organismos internacionales (el Banco Mundial y el Banco Europeo para la Reconstrucción y el Desarrollo) y algunos países vecinos (los países escandinavos, Estonia, República Checa y Polonia). Durante el proceso de negociación de la ayuda financiera, el banco central de Suecia otorgó un préstamo puente, lo que pone de manifiesto su compromiso con la estabilidad en la región. Estonia, por su parte, firmó una línea de *swaps* con el banco central de Suecia para mantener un cierto colchón de liquidez. Asimismo, en los tres países fue especialmente relevante la actuación de los bancos matrices, que mantuvieron, de forma decidida, la financiación a sus filiales, proporcionaron liquidez en moneda local y garantizaron los depósitos bancarios, asumiendo parte de las pérdidas (6 % del PIB en el caso de Letonia), lo cual evitó mayores presiones. La solvencia de las filiales bálticas fue, también, reforzada mediante aumentos de su ratio de capital y la dotación de provisiones por las pérdidas potenciales asociadas a los préstamos dudosos, al mismo tiempo que, en algún caso, como el de Letonia, las autoridades adoptaban medidas para facilitar el reconocimiento y la asunción de pérdidas<sup>11</sup>.

<sup>10</sup> No obstante, hay que tener en cuenta que los datos de préstamos en mora tienen problemas de comparabilidad, debido a las diferencias de definición entre unos países y otros.

<sup>11</sup> Véase Erbenova *et al.* (2011).

Los acuerdos bilaterales mencionados tuvieron lugar dentro de un marco de cooperación más amplio en la región, la denominada «Iniciativa de Viena». Este foro, creado a principios de 2009, nació con el objetivo de proporcionar un marco de coordinación para garantizar la estabilidad financiera en la Europa emergente. En su estructura participaron varios organismos internacionales — FMI, BCE, Comisión Europea, Banco Europeo para la Reconstrucción y el Desarrollo, Banco Mundial y Banco Europeo de Inversiones—, los grupos bancarios internacionales con exposición en la región y las autoridades nacionales tanto de Europa del Este como de los países de origen de los bancos matrices. Desde su comienzo, uno de sus objetivos principales fue evitar una salida masiva de capitales de la región, poniendo especial énfasis en el interés estratégico a largo plazo de los bancos internacionales. En enero de 2012 se puso en marcha la Iniciativa de Viena 2, dirigida a favorecer la cooperación entre supervisores y a evitar los posibles efectos adversos, de carácter transfronterizo, del despalancamiento de la banca en Europa. Esta iniciativa aboga por apoyar decididamente una transición hacia un modelo de banca más sostenible en la Europa emergente.

La Iniciativa de Viena propugna, asimismo, actuaciones orientadas al desarrollo de los mercados de capitales nacionales, que fomenten un modelo de banca más sostenible, que no descansa tanto en el recurso a la financiación externa. En las tres economías bálticas se han observado avances significativos en esta dirección, con una reducción de la ratio de préstamos sobre depósitos de entre 30 pp y 70 pp, hasta situarse en el 140 % en Lituania y Estonia, y en el 180 % en Letonia. Con todo, aún se mantienen vulnerabilidades en este terreno, pues en ninguno de estos países el incremento de los depósitos locales ha compensado la retirada de los flujos de financiación exterior, con el consiguiente efecto contractivo sobre el crédito.

#### Evaluación de la estrategia seguida por los países bálticos

Tras la profunda recesión de 2008-2009, los países bálticos comenzaron a recuperarse en 2010, para crecer de forma más robusta de lo que se esperaba inicialmente en 2011 y 2012, en torno al 5 %-6 % anual, las tasas más altas de la UE (véase gráfico 9). La mejora es aún más reseñable si se tiene en cuenta que el agravamiento de la crisis soberana en la zona del euro ha debilitado el crecimiento de las economías de Europa del Este<sup>12</sup>. Estonia y Lituania han recuperado un 95 % del nivel máximo del PIB alcanzado con anterioridad a la crisis, aunque Letonia se mantiene aún un 10 % por debajo de aquel. Apoyados en el repunte de la actividad, los mercados laborales han mostrado un comportamiento favorable en los últimos años, con mejoras en el empleo y reducciones en la tasa de paro, después del importante deterioro de los años de la crisis, cuando la tasa de paro ascendió a niveles cercanos al 20 % (véase gráfico 9). La demanda interna ha contribuido a la mejora de la actividad (véase gráfico 1), sustentada en la disminución de los tipos de interés reales, la recuperación de la confianza de los agentes privados, y la mejora del empleo y de las rentas salariales. A pesar de ello, el desempleo se mantiene aún elevado, con valores entre el 10 % y el 15 % de la población activa, y un 50 % de paro de larga duración.

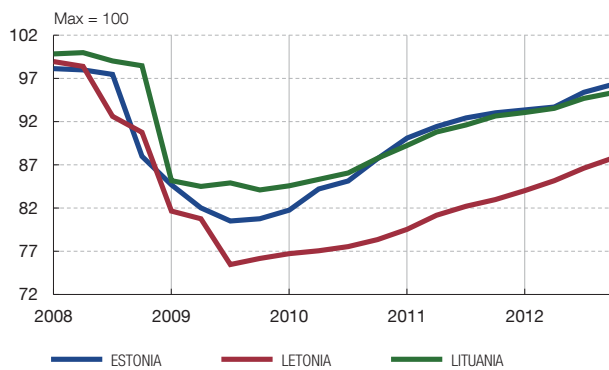
La recuperación de los países bálticos está asociada, en buena medida, a las ganancias de competitividad antes descritas y al crecimiento de sus mercados de exportación (véase gráfico 10), que se han beneficiado de una orientación comercial dirigida hacia economías de su entorno menos afectadas por la crisis, como las escandinavas y Rusia. De esta forma, los elevados déficits por cuenta corriente que acumularon los tres países bálticos han experimentado un ajuste rápido y pronunciado (véase gráfico 5).

12 Véase Comisión Europea (2012).

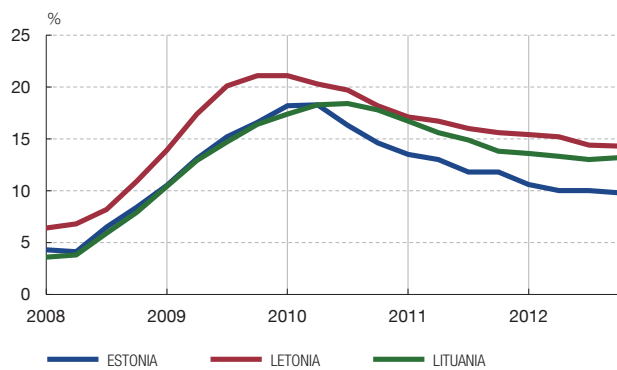
## ACTIVIDAD Y TASA DE PARO

GRÁFICO 9

PRODUCTO INTERIOR BRUTO



TASA DE PARO

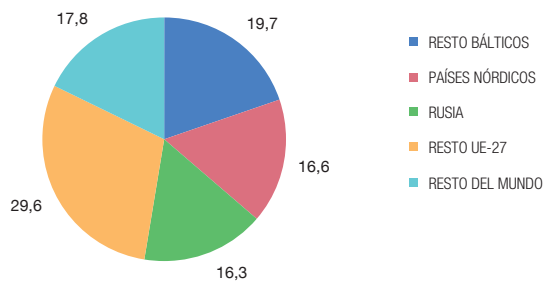


FUENTE: Eurostat.

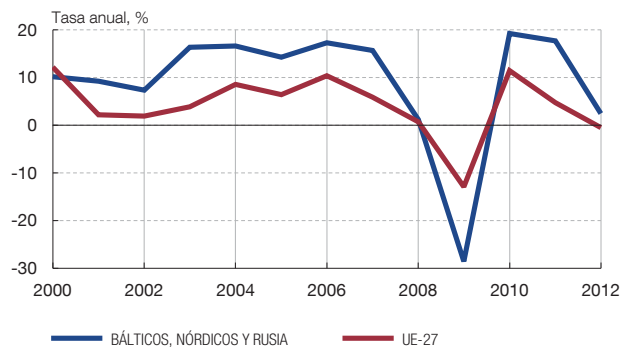
## COMERCIO EXTERIOR

GRÁFICO 10

ESTRUCTURA DE LAS EXPORTACIONES (NOMINALES) DE LOS PAÍSES BÁLTICOS (2012) (%)



CRECIMIENTO DE LAS IMPORTACIONES (REAL)



FUENTES: AMECO, Eurostat y Fondo Monetario Internacional.

El proceso de consolidación fiscal se vio favorecido, a partir de 2010, por la recuperación económica, de modo que los déficits se situaron por debajo del 3% del PIB en 2012, salvo en Lituania, donde se mantiene ligeramente por encima de ese valor de referencia (véase gráfico 4). Todo ello, unido al impacto limitado de las ayudas públicas al sector bancario y a los bajos niveles de partida de la deuda pública, ha permitido que esta se mantuviera en niveles moderados (véase gráfico 4). Asimismo, los fondos procedentes de la UE han ayudado a suavizar el coste de la consolidación fiscal en estos países.

Pero, a pesar del aparente éxito de la estrategia adoptada por los países bálticos, esta no ha estado exenta de costes y estas economías distan de haber completado el ajuste de sus principales desequilibrios. En primer lugar, el drástico impulso de consolidación fiscal llevado a cabo contribuyó a una reducción sustancial del PIB, mayor de lo esperado, que no se ha recuperado en su totalidad. En segundo lugar, persisten serias deficiencias estructurales, como un escaso grado de respuesta de la oferta de trabajo, que se ponen de manifiesto con el retorno a ritmos de crecimiento de los salarios superiores a la productividad, lo que supone un riesgo de reversión de las ganancias de competitividad en los próximos años<sup>13</sup>.

<sup>13</sup> Véanse Blanchard (2012) y Rodrik (2012).

Por otra parte, si bien se ha producido un cierto reequilibrio entre sectores —con una disminución del sector de la construcción de entre 2 pp y 3 pp, que ha sido asumida por el sector manufacturero—, esta reasignación parece insuficiente. El empuje de los salarios en ciertos sectores sugiere disfuncionalidades en el mercado laboral y apunta a ineficiencias en la reasignación del empleo entre sectores, que en parte reflejan los desequilibrios entre la oferta y la demanda de trabajo y, en particular, la falta de empleo cualificado, que se ha visto agravada por el proceso de emigración<sup>14</sup>.

En definitiva, aunque los avances realizados son considerables, para consolidar un crecimiento económico sostenido estas economías necesitan llevar a cabo un amplio abanico de políticas, que promueva la mejora de la productividad y que incluya políticas activas de empleo y de mejora del clima empresarial. Asimismo, se ha puesto de relieve la necesidad de implementar reformas en los mercados de productos y de servicios<sup>15</sup>, para que la reducción de los costes de los factores se traslade en mayor medida a una mejora de los precios de exportación y a ganancias de competitividad.

Finalmente, hay que señalar que la crisis financiera y la estrategia de ajuste adoptada han exacerbado los niveles de desigualdad y pobreza en Letonia y Lituania, que se sitúan entre los más elevados de la Unión Europea. El impacto de la crisis sobre el desempleo, la emigración y la desigualdad supone un gran reto en los tres países bálticos, de cara a los próximos años, no solo desde el punto de vista de la equidad, sino también para poder cimentar un crecimiento económico sostenido sobre bases sólidas. Ello requiere, necesariamente, contar con una amplia base de hogares con capacidad de consumo, que permita estabilizar las fluctuaciones de la demanda, y con capacidad de ahorro interno, que favorezca el desarrollo de los mercados de capitales locales, evitando la dependencia de la financiación exterior en una medida tan considerable como antes de la crisis.

## Conclusiones

La estrategia de ajuste de los países bálticos, basada en un proceso de reducción de precios y salarios relativos, junto con una importante consolidación fiscal y manteniendo el tipo de cambio fijo, conllevó, en primera instancia, elevados costes en términos de caídas del PIB, del empleo y de los salarios. No obstante, tras el fuerte impacto inicial, estas economías iniciaron una intensa recuperación, que les ha permitido reducir sus tasas de paro, aunque registran todavía niveles elevados, y equilibrar sus cuentas públicas y sus saldos por cuenta corriente. Todo ello ha favorecido la recuperación de la confianza de los mercados financieros y una notable mejoría de las condiciones de financiación, que han apoyado la reactivación de la demanda interna.

La elección de llevar a cabo este ajuste conservando el tipo de cambio fijo se sustenta en argumentos de economía política, ligados a aspectos históricos e institucionales, y, sobre todo, en el temor a los efectos de una depreciación cambiaria sobre los balances de los agentes fuertemente endeudados en euros.

El éxito de esta estrategia se ha basado en varios aspectos, y particularmente en la prontitud y en la determinación de las autoridades en la adopción de las medidas de ajuste necesarias, la flexibilidad de sus mercados de factores y productos, los apoyos financieros internacionales —oficiales y privados— y el reducido tamaño de estos países. La flexibilidad de los precios y salarios contribuyó a facilitar y a hacer más rápido el ajuste interno,

14 Véanse Griffiths (2012), Blanchard *et al.* (2013) y Dolvik (2008), que analizan, con carácter general, el efecto de la emigración en el mercado laboral de los países emisores de emigrantes.

15 Véase FMI (2012b).

sin que este recayese exclusivamente en el empleo. La apertura comercial (las exportaciones son un 50 % del PIB), su especialización productiva y una orientación del comercio exterior hacia mercados dinámicos han favorecido, además, la recuperación de las ventas al exterior. El mantenimiento de la exposición de la banca extranjera —apoyada en la Iniciativa de Viena— ha sido otro factor de crucial importancia. Asimismo, los reducidos niveles iniciales de deuda pública (10 % del PIB), que incluso con los efectos de la crisis apenas ha superado el 40 % del PIB, han reducido notablemente el riesgo de impago de la deuda soberana. Igualmente, el reducido porcentaje de endeudamiento de los hogares les ha permitido mantener una posición patrimonial más saneada tras la crisis, que ha favorecido una recuperación rápida de la demanda interna. Todos estos factores de naturaleza idiosincrásica y no fácilmente replicables hacen que la extrapolación de la experiencia de los países bálticos a otros países en circunstancias distintas no sea inmediata.

Además, el juicio definitivo sobre el éxito de esta estrategia de ajuste es aún prematuro. El duro ajuste fiscal aplicado con rapidez tuvo unas repercusiones sobre la economía mucho más adversas de lo esperado, con caídas muy cuantiosas del PIB, que no en todos los casos se han conseguido recuperar íntegramente. Por otra parte, estas economías no han solventado sus problemas estructurales y aún tienen desafíos pendientes en su aspiración de incorporarse al área del euro, o de seguir viviendo con un tipo de cambio fijo. En este sentido, cabe cuestionarse si el ajuste de los desequilibrios externos es permanente o tiene un componente cíclico y, por tanto, transitorio. Se ha argumentado que las ganancias de competitividad no han sido tan importantes, dado que el ajuste en los salarios del sector privado no ha sido tan severo como en el sector público; de hecho, los salarios han vuelto a aumentar recientemente. Al mismo tiempo, estas economías presentan otras deficiencias estructurales e importantes cuellos de botella que hacen difícil reducir más el aún elevado desempleo. Por todo ello, es esencial que avancen en el proceso de reformas estructurales que les permita continuar su convergencia real con la UE —su renta per cápita es aún del 50 %-60 % de la media de la UE-15—, para poder afrontar la adopción del euro desde una posición sólida.

7.10.2013.

## BIBLIOGRAFÍA

- ALBEROLA, E., L. MOLINA y P. DEL RÍO (2012). «Boom-bust cycles, imbalances and discipline in Europe», *Moneda y Crédito*, 234, pp. 169-205.
- ASLUND, A., y V. DOMBROVSKIS (2011). *How Latvia came through the financial crisis*, The Peterson Institute for International Economics.
- ATOYAN, R., J. MANNING y J. RAHMAN (2013). *Your World Has Been Adjusted: Evidence from Current Account Adjustment in Europe*, Working Paper n.º 13/XX, FMI.
- BAKKER, B., y C. KLINGEN (eds.) (2012). *How emerging Europe came through the 2008/09 crisis: an account by the staff of the IMF's European Department*, FMI.
- BLANCHARD, O. (2012). «Lessons from Latvia», IMFdirect, 11 de junio.
- BLANCHARD, O., M. GRIFFITHS y B. GRUSS (2013). *Boom, Bust, Recovery. Forensics of the Latvia Crisis*, Economic Studies at Brookings, Fall 2013 Brookings Panel on Economic Activity.
- COMISIÓN EUROPEA (2012). *EU Balance-of-Payments assistance for Latvia: Foundations of success*, Occasional Papers n.º 120.
- DOLVIK, J. E. (2008). *Mobility of Labor and Services across the Baltic Sea after EU Enlargement: Trends and Consequences*, Working Paper n.º 161, Center for European Studies.
- DORRUCCI, E. (2012). «Latvia's internal devaluation in a cross-country perspective», en el seminario de la Comisión Europea y el Banco de Letonia «EU Balance-of-Payments assistance for Latvia: Foundations of Success», Bruselas, 1 de marzo.
- EAMETS, R., y J. MASSO (2004). *Labour Market Flexibility and Employment Protection Regulation in the Baltic States*, Discussion Papers n.º 1147, Institute for the Study of Labor (IZA).
- ERBENOVA, M., Y. LIU y M. SAXEGAARD (2011). *Corporate and Household Debt Distress in Latvia: Strengthening the Incentives for a Market-Based Approach to Debt Resolution*, Working Paper n.º 11/85, FMI.

- FMI (2012a). «Republic of Latvia: First Post-Program Monitoring Discussions», Country Report n.º 12/171.  
— (2012b). *World Economic Outlook: Growth Resuming, Dangers Remain*, p. 120 y 121, abril.
- GRIFFITHS, M. (2012). «Latvia: Looking ahead – The remaining challenges», presentación en la Conferencia del Banco de Letonia y el FMI «Against the odds: Lessons from the recovery in the Baltics», Riga, 5 de junio.
- KLÖCKERS, H. J. (2012). «Economic adjustment in the euro area and the experience of the Baltics», presentación en la Conferencia del Banco de Letonia «Economic Adjustment under Sovereign Debt Crisis: Can Experience of the Baltics Be Applied to Others?», Riga, 2 de noviembre.
- KRUGMAN, P. (2008). «Latvia is the new Argentina», en el blog de opinión «The conscience of a liberal», *New York Times*, 23 de diciembre.
- LAGARDE, C. (2012). «Latvia and the Baltics – A Story of Recovery», discurso en la Conferencia del Banco de Letonia y el FMI «Against the odds: Lessons from the recovery in the Baltics», Riga, 5 de junio.
- PURFIELD, C., y C. ROSENBERG (2010). *Adjustment under a Currency Peg: Estonia, Latvia and Lithuania during the Global Financial Crisis 2008-2009*, Working Paper n.º 10/213, FMI.
- RIMŠĒVIČS, I. (2012). «Lessons from Latvia's internal adjustment strategy», presentación en la Conferencia del Banco de Letonia y el FMI «Against the odds: Lessons from the recovery in the Baltics», Riga, 5 de junio.
- RODRÍK, D. (2012). «What I learned in Latvia», Dani Rodrik's weblog, 8 de junio.

