

EL IMPACTO DE LA CRISIS FINANCIERA EN LOS PAÍSES DE EUROPA CENTRAL Y ORIENTAL

ARTÍCULOS

El impacto de la crisis financiera en los países de Europa Central y Oriental

Los ocho países de la UE de Europa Central y Oriental que no forman parte de la zona del euro se vieron notablemente afectados por la crisis financiera mundial. No obstante, el impacto de la crisis varió significativamente de unos países a otros. Mientras que Polonia capeó el temporal relativamente bien, otros experimentaron una considerable caída del PIB, y los Estados bálticos, que ya habían entrado en recesión antes de la quiebra de Lehman Brothers, registraron una contracción de la actividad económica de dos dígitos en 2009. Estas variaciones observadas guardan relación, en parte, con las diferentes posiciones en el ciclo en las que se encontraba cada país antes de la intensificación de la crisis en septiembre de 2008 y, de forma más importante, con los distintos grados en que los países habían acumulado desequilibrios externos e internos y vulnerabilidades antes de la crisis. Además, hay que tener en cuenta el papel desempeñado por la especialización comercial por sectores y regional y por los factores financieros. Las medidas de política adoptadas para hacer frente a la crisis también han variado de forma significativa de unos países a otros, principalmente como consecuencia de los diferentes márgenes de maniobra, tanto en el ámbito de la política fiscal como en el de la política monetaria.

I IMPACTO DE LA CRISIS EN LOS DISTINTOS PAÍSES: REGULARIDADES EMPÍRICAS

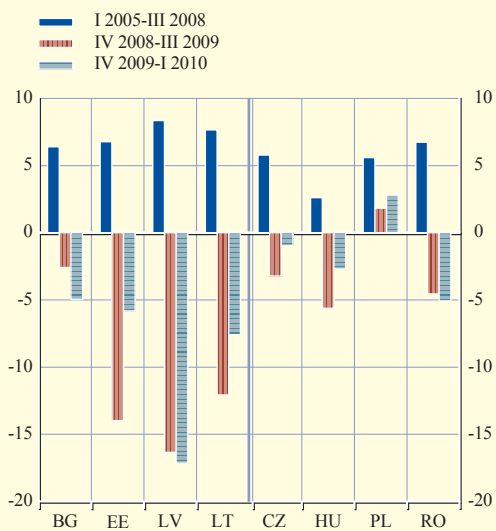
Cuando, tras la quiebra de Lehman Brothers, se intensificó la crisis financiera y económica mundial, los países de Europa Central y Oriental se vieron notablemente afectados, como se refleja, por ejemplo, en la significativa caída del crecimiento del PIB. Pese a que, hasta septiembre de 2008, habían mostrado una relativa resistencia, estos países sufrieron los efectos de la mayor aversión al riesgo hacia la región por parte de los inversores internacionales, el desapalancamiento general de las instituciones financieras y una acusada contracción de la demanda externa. No obstante, el impacto de la crisis sobre el crecimiento del PIB varió considerablemente de unos países a otros. Mientras que Polonia capeó el temporal relativamente bien, siendo el único país de la UE cuyo PIB creció en 2009, otros experimentaron una considerable caída del PIB, llegando incluso a registrar una contracción de la actividad económica de dos dígitos, como en el caso de los Estados bálticos (véase gráfico 1).

En general, los países que habían registrado un fuerte crecimiento en los años que precedieron a la crisis —Bulgaria, los Estados bálticos y Rumania— son los que han experimentado posteriormente las caídas más acusadas del producto. Tres países de Europa Central y Oriental, a saber, Letonia, Hungría y Rumanía, también tuvieron que solicitar asistencia financiera internacional de la UE y del FMI como consecuencia de la crisis. Las dife-

rencias en el ciclo, que ya eran pronunciadas antes de la crisis, en comparación, por ejemplo, con las de los países de la zona del euro, parecen haber aumentado aún más después de la crisis. Además, no solo ha sido diferente en cada país la magnitud del impacto, sino también el momento y la velocidad en

Gráfico 1 Crecimiento del PIB real

(tasas medias de crecimiento interanual; datos trimestrales)



Fuente: Eurostat.
Notas: Datos desestacionalizados y ajustados por días laborables, salvo en el caso de Bulgaria (datos originales) y Rumanía (desestacionalizados solamente). No se dispone de datos correspondientes al primer trimestre de 2010 para Letonia. Los países situados a la izquierda de la línea central tienen regímenes de tipo de cambio fijo o acuerdos de *currency board*. Los situados a la derecha tienen regímenes cambiarios más flexibles y los bancos centrales tienen una estrategia de política monetaria basada en un objetivo de inflación.

que se han visto afectados por la crisis. En los Estados bálticos, el crecimiento del PIB ya había comenzado a desacelerarse mucho antes de septiembre de 2008, mientras que en Hungría la actividad económica inició su contracción, en términos interanuales, a finales de 2008. En Bulgaria, la República Checa y Rumanía, el crecimiento interanual del producto era todavía relativamente robusto en el cuarto trimestre de 2008, pero se tornó negativo en el primer trimestre de 2009. En la mayoría de los países, la mayor caída del producto se produjo en el tercer trimestre de 2009; por consiguiente, en el presente artículo se analiza el impacto de la crisis en el período comprendido entre el cuarto trimestre de 2008 y el tercer trimestre de 2009. Debido, principalmente, a la recuperación de la demanda externa, el descenso de la actividad económica se ralentizó en la mayoría de los países de la región en el primer trimestre de 2010 e incluso la República Checa volvió a crecer.

La inflación, medida por el IAPC, que había aumentado significativamente en la mayoría de los países antes del inicio de la crisis, se redujo de manera ge-

neralizada y pronunciada posteriormente, aunque el ritmo y la senda de desaceleración fue distinto en cada país (véase gráfico 2). La reducción de la inflación reflejó, principalmente, un descenso de los precios mundiales de las materias primas, un menor crecimiento de los salarios y una acusada caída de la demanda interna. La caída más pronunciada de la inflación se produjo en Bulgaria y en los Estados bálticos. Estos países todavía registraban tasas de inflación de dos dígitos en septiembre de 2008, antes de que se redujeran a cero o, en algunos casos, incluso se tornaran negativas apenas un año después. La inflación ha comenzado a aumentar en los últimos meses en varios países, mientras que Letonia era el único país de la región que aún registraba tasas de inflación negativas en mayo de 2010.

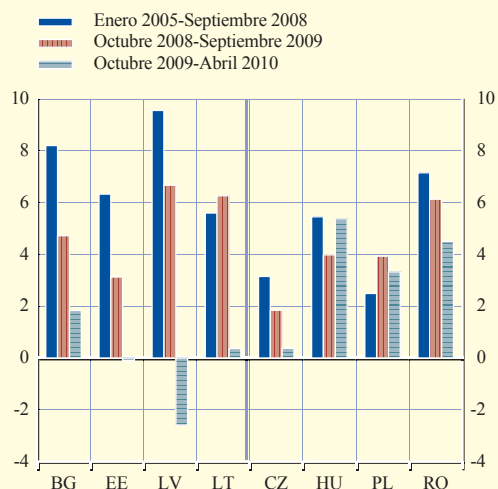
2 IMPACTO DE LA CRISIS EN LOS DISTINTOS PAÍSES: FACTORES CÍCLICOS Y ESTRUCTURALES SUBYACENTES

DESEQUILIBRIOS MACROECONÓMICOS ANTERIORES A LA CRISIS

Para entender el impacto diferenciado de la crisis en los distintos países de la región, es importante examinar en primer lugar las respectivas posiciones cíclicas y su estrecha relación con los desequilibrios macroeconómicos existentes cuando se intensificó la crisis financiera en septiembre de 2008. De hecho, estos países se encontraban en posiciones muy diferentes dentro del ciclo económico al inicio de la crisis. En los años que la precedieron, varios de ellos, en particular los Estados bálticos, crecieron muy rápidamente, con frecuencia a tasas insostenibles, lo que dio lugar a un aumento de la brecha de producción positiva y fomentó la aparición de desequilibrios internos y externos. Debido a la gran afluencia de capitales y al fuerte crecimiento del crédito —este último estimulado por unos tipos de interés reales muy bajos y, en algunos casos, incluso negativos— varios países de la región experimentaron notables aumentos de los precios de los activos, especialmente de los precios de la vivienda. A su vez, los efectos riqueza avivaron en exceso las presiones de demanda. En algunos países, especialmente Bulgaria, los Estados bálticos y

Gráfico 2 Inflación medida por el IAPC

(tasas medias de crecimiento interanual; datos mensuales)



Fuente: Eurostat.

Notas: Los países situados a la izquierda de la línea central tienen regímenes de tipo de cambio fijo o acuerdos de *currency board*. Los situados a la derecha tienen regímenes cambiarios más flexibles y los bancos centrales tienen una estrategia de política monetaria basada en un objetivo de inflación.

Rumanía, los sustanciales incrementos salariales, acompañados en algunos casos de un rápido crecimiento de los salarios del sector público, desembocaron en fuertes aumentos de los costes laborales unitarios. Las políticas fiscales expansivas también estimularon el crecimiento del PIB antes de la crisis y dieron lugar a abultados déficits presupuestarios estructurales en 2007 en varios países, concretamente en la República Checa, Hungría, Letonia, Lituania, Polonia y Rumanía (véase gráfico 3).

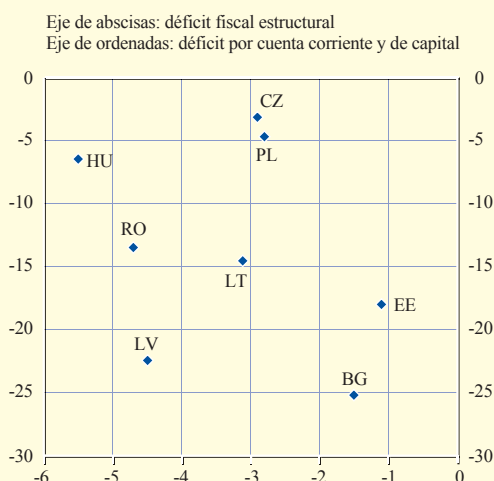
La intensificación de las presiones de demanda interna se tradujo, en última instancia, en una escalada de la inflación y en una apreciación real de la moneda en algunos países. Ello, a su vez, exacerbó el deterioro de los déficits por cuenta corriente y de capital, con la consiguiente pérdida de competitividad. Como consecuencia, los déficits exteriores alcanzaron proporciones de dos dígitos con respecto al PIB en Bulgaria, los Estados bálticos y Rumanía antes de la crisis (véase gráfico 3), superando los niveles que podrían explicarse por estar inmersos en un proceso de convergencia¹. Los elevados déficits por cuenta corriente y de capital contribuyeron a la aparición de vulnerabilidades, especialmente porque una gran proporción de estos déficits

se financiaron mediante entradas de capital que incrementaron los niveles de deuda externa. Además, en varios países, en particular los Estados bálticos, un elevado porcentaje de su financiación externa antes de la crisis provino de entradas de «otras inversiones», consideradas como una forma de financiación menos estable que la inversión directa extranjera. Como resultado, el endeudamiento externo y las necesidades de financiación alcanzaron niveles relativamente elevados en muchos países de la región, haciéndoles vulnerables a los cambios en el sentimiento de los inversores.

La vulnerabilidad ante los cambios en el sentimiento de los inversores y, en algunos casos, las consiguientes depreciaciones de la moneda se vieron exacerbadas aún más en algunos países por la rápida acumulación de un gran volumen de deuda denominada en moneda extranjera en el sector privado, principalmente en forma de créditos hipotecarios. La creciente proporción de préstamos en moneda extranjera (principalmente en euros) en los países de Europa Central y Oriental acompañó —y podría, en algunos casos, haber contribuido— a una fuerte expansión del crédito total (véase gráfico 4). Cabe señalar, no obstante, importantes diferencias entre unos países y otros. Mientras que en Estonia y Letonia se observó un marcado sesgo hacia los préstamos en moneda extranjera (de alrededor del 80%), el porcentaje de este tipo de préstamos al sector privado en la República Checa y Polonia se cifró tan solo en torno al 10% y el 25%, respectivamente. La fuerte presencia de bancos extranjeros y los diferenciales entre los tipos de interés de los préstamos en moneda nacional y en moneda extranjera fueron importantes factores determinantes a la hora de explicar la relevancia de los préstamos en moneda extranjera en los países de la región. También podrían haber influido factores relacionados con los tipos de cambio y las expectativas respecto a la adopción del euro, especialmente en los países con regímenes de tipo de cambio fijo. La elevada exposición a bruscos movimientos de los tipos de cambio ha supuesto un riesgo de primera magnitud para los balances de los prestatarios.

Gráfico 3 Desequilibrios por cuenta corriente y de capital y déficits fiscales estructurales

(porcentajes del PIB, 2007)

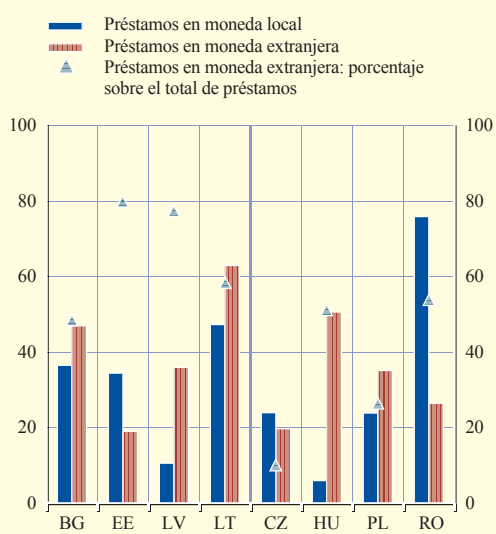


Fuentes: Eurostat y Comisión Europea.

¹ Véase M. Ca'Zorzi, A. Chudik y A. Dieppe, «Current account benchmarks for central and eastern Europe: a desperate search?», Working Paper Series, n.º. 995, BCE, 2009.

Gráfico 4 Crecimiento del crédito al sector privado

(tasas medias de crecimiento interanual; enero 2005-septiembre 2008)



Fuente: BCE.

Notas: El porcentaje de préstamos en moneda extranjera se ha calculado como promedio del período comprendido entre enero de 2005 y septiembre de 2008. Los países situados a la izquierda de la línea central tienen regímenes de tipo de cambio fijo o acuerdos de *currency board*. Los situados a la derecha tienen regímenes cambiarios más flexibles y los bancos centrales tienen una estrategia de política monetaria basada en un objetivo de inflación.

DIFERENCIAS ENTRE PAÍSES RESPECTO A LA CAÍDA DE LA DEMANDA INTERNA

El considerable descenso del crecimiento del PIB que la mayoría de los países de Europa Central y Oriental sufrieron a partir de septiembre de 2008 tuvo su origen en dos factores: un desplome de las exportaciones y una caída brusca de la demanda interna. El giro que se produjo, desde un significativo exceso de presiones de demanda a una considerable caída de la demanda agregada, con un rápido descenso de las tasas de inflación, fue más pronunciado en los países que habían mostrado los signos de recalentamiento más acusados antes de la crisis y habían permitido la acumulación de grandes desequilibrios externos e internos, como se ha descrito anteriormente. Estos países se vieron especialmente afectados por el aumento de la aversión al riesgo entre los inversores internacionales a partir de septiembre de 2008 y por el proceso de desapalancamiento general de las instituciones financieras en

todo el mundo tras la quiebra de Lehman Brothers, que dio lugar a una fuerte caída de los flujos de capital transfronterizos.

Tras un endurecimiento de las condiciones financieras, incluidos los costes de financiación², y el notable deterioro de las perspectivas económicas, el crecimiento del crédito se desplomó particularmente en los países que, antes de la crisis, habían recurrido masivamente al capital extranjero para financiar sus expansiones crediticias (es decir, los Estados bálticos y Rumanía). Ello, a su vez, podría explicar la acusada contracción del producto en estos países. Por el contrario, el descenso en el crecimiento del crédito fue más moderado en los países que habían crecido a menor ritmo y habían dependido en mayor medida de fuentes de financiación internas antes de la crisis (véase gráfico 5). Por ejemplo, el crecimiento total del crédito se ha reducido, en promedio, más de 35 puntos porcentuales en los Estados bálticos y en Rumanía entre el último trimestre de 2008 y el tercer trimestre de 2009 en comparación con las tasas medias de crecimiento observadas en el período previo a la crisis. La reducción del crecimiento del crédito fue menor en la República Checa, Hungría y Polonia: entre 5 y 14 puntos porcentuales. El crédito siguió decreciendo en el primer trimestre de 2010 en todos los países salvo en Rumanía, en donde registró un ligero incremento. Además, las tasas de crecimiento del crédito siguieron siendo negativas en los Estados bálticos y en Hungría, situándose entre el -5% y el -7,5%.

En este contexto, la inversión se contrajo en todos los países de la región, aunque en grados diferentes, contribuyendo a la reducción del PIB en todos ellos, salvo en Polonia (véase gráfico 6). La caída más pronunciada de la inversión se observó en los

2 A partir de septiembre de 2008, el coste de la financiación para las sociedades no financieras y los hogares se incrementó notablemente en la mayoría de los países de Europa Central y Oriental. Aunque los tipos de interés se redujeron ligeramente en el segundo semestre de 2009, en particular debido al menor coste de la financiación para los bancos tras la aplicación de una política monetaria expansiva en la zona del euro y en muchos países de la región, siguieron siendo elevados en el caso de los préstamos denominados en moneda local. Sin embargo, los tipos de interés aplicados a los préstamos denominados en euros descendieron en la mayoría de los países en comparación con los niveles observados antes de la crisis.

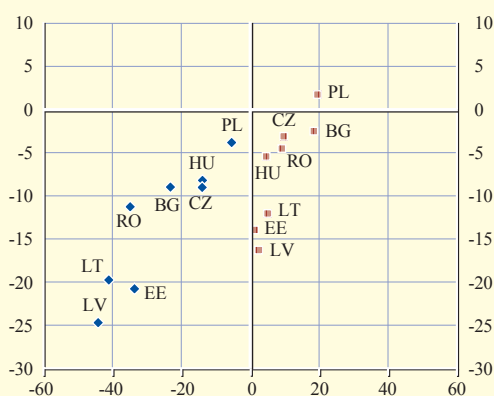
Gráfico 5 PIB real y crédito al sector privado

(tasas medias de crecimiento interanual; puntos porcentuales)

Eje de abscisas: crecimiento de los préstamos de IFM
al sector privado (tasa interanual)

Eje de ordenadas: crecimiento del PIB real (tasa interanual)

- ◆ Diferencia de crecimiento con respecto a la media del período anterior a la crisis
- Crecimiento medio



Fuentes: BCE y Eurostat.

Notas: Las diferencias de crecimiento con respecto a la media del período anterior a la crisis representan la diferencia de las tasas medias de crecimiento interanual entre el período comprendido entre el cuarto trimestre de 2008 y el tercer trimestre de 2009 y el período comprendido entre el primer trimestre de 2005 y el tercer trimestre de 2008; las tasas medias de crecimiento abarcan el período transcurrido desde el cuarto trimestre de 2008 hasta el tercer trimestre de 2009.

Estados bálticos y tuvo su origen, principalmente, en el descenso de las inversiones en el sector de la construcción, antes floreciente, que representa la mitad de la inversión total en esos países. Además, las diferencias geográficas en el impacto sobre la inversión también podrían guardar relación con el patrón de la financiación de cada país y con el grado de dependencia de las empresas de las fuentes de financiación externas. En el caso de Polonia, el hecho de que una gran proporción de la inversión se financiara típicamente con recursos internos podría explicar por qué el impacto fue menos severo.

En todos los países de la región, salvo en la República Checa y Polonia, la acusada caída de la demanda interna también estuvo determinada por un pronunciado descenso del consumo privado. El sector servicios sufrió de forma especialmente notable la reducción del consumo privado y contribuyó negativamente al crecimiento del PIB, excepto en Bulgaria y Polonia (véase gráfico 7). La con-

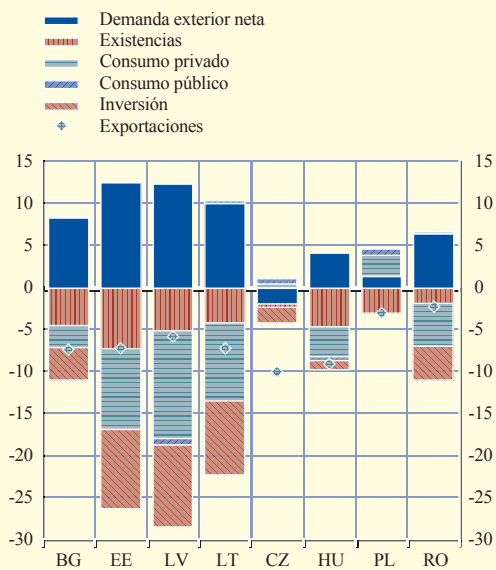
tracción del consumo privado fue muy pronunciada en los Estados bálticos y Rumania. Al menos en el caso de los Estados bálticos, ello podría reflejar, en gran medida, el impacto de los efectos riqueza —como consecuencia de la fuerte caída de los precios de la vivienda y de las acciones— y la corrección del excesivo crecimiento del consumo privado, impulsado por la facilidad de acceso al crédito, antes de la crisis.

Las diferencias en la velocidad y en la magnitud con que los mercados de trabajo han respondido a la crisis también podrían explicar las divergencias en la evolución del consumo privado entre unos países y otros. Esas diferencias tuvieron su origen no solo en el alcance de la recesión económica en cada país, sino también en otros factores como la flexibilidad de los mercados de trabajo (incluidos los efectos de la legislación sobre la protección del empleo) y la distribución sectorial del empleo. En concreto, en los Estados bálticos, cuyos mercados de trabajo son relativamente flexibles, las empresas reaccionaron rápidamente frente a la crisis recortando salarios y despidiendo trabajadores, sobre todo en el sector de la construcción, que empleaba una proporción mayor de trabajadores temporales. En otros países, especialmente en la República Checa, Hungría, Polonia y Rumanía, la situación del empleo siguió siendo más sólida, debido en parte al mantenimiento de los puestos de trabajo por parte de las empresas, y el ajuste se produjo, en gran medida, a través de un menor crecimiento de los salarios y, en el sector industrial, mediante una reducción de la jornada laboral, que se vio facilitada, en parte, por las medidas de política adoptadas.

Como consecuencia de la fuerte caída de la demanda interna, y dado el elevado contenido en importaciones de algunas exportaciones, las importaciones se redujeron drásticamente en la mayoría de los países de Europa Central y Oriental hasta el tercer trimestre de 2009. Concretamente, en Bulgaria, los Estados bálticos y Rumanía, la caída de las importaciones excedió con mucho el notable descenso de las exportaciones, lo que se tradujo en una contribución positiva de la demanda externa neta al crecimiento durante este período en los países de la región. La República Checa fue el

Gráfico 6 Contribuciones del gasto al crecimiento del PIB real

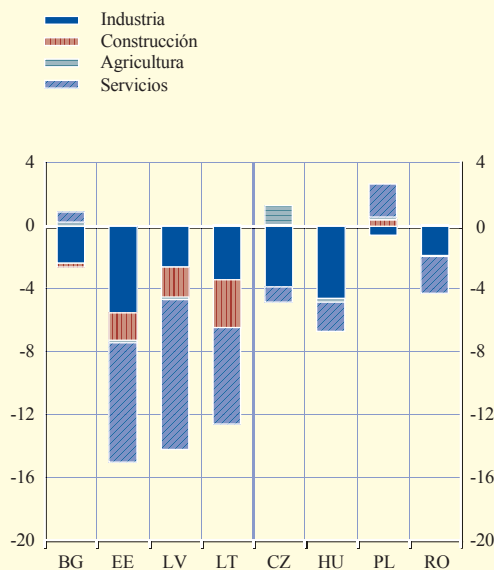
(tasas medias de crecimiento interanual IV 2008-III 2009)



Fuente: Eurostat.
Notas: Datos desestacionalizados y ajustados por días laborables, salvo en el caso de Bulgaria (datos originales) y Rumanía (desestacionalizados solamente). Los países situados a la izquierda de la línea central tienen regímenes de tipo de cambio fijo o acuerdos de *currency board*. Los situados a la derecha tienen regímenes cambiarios más flexibles y los bancos centrales tienen una estrategia de política monetaria basada en un objetivo de inflación.

Gráfico 7 Contribuciones de los sectores económicos al crecimiento del valor añadido

(tasas medias de crecimiento interanual IV 2008-III 2009)



Fuente: Eurostat.
Notas: Datos desestacionalizados y ajustados por días laborables, salvo en el caso de Bulgaria (datos originales) y Rumanía (desestacionalizados solamente). Los países situados a la izquierda de la línea central tienen regímenes de tipo de cambio fijo o acuerdos de *currency board*. Los situados a la derecha tienen regímenes cambiarios más flexibles y los bancos centrales tienen una estrategia de política monetaria basada en un objetivo de inflación.

único país en el que la contribución de la demanda externa neta al crecimiento fue negativa (véase gráfico 6).

DIFERENCIAS ENTRE PAÍSES EN LA EXPOSICIÓN AL DESPLOME DE LA DEMANDA EXTERNA

La demanda externa de todos los países de Europa Central y Oriental se desplomó tras la eclosión de la crisis financiera y económica mundial. Dado que la mayoría de estos países son economías muy abiertas, el canal comercial ha sido un factor determinante para explicar el impacto de la crisis sobre el crecimiento. Si bien todos estos países registraron un acusado descenso de las exportaciones entre el tercer trimestre de 2008 y el tercer trimestre de 2009, se observan notables diferencias de magnitud entre unos países y otros, con variaciones de entre más del 16% en Lituania y menos del 4% en Rumanía (véase cuadro 1).

Estas diferencias geográficas en cuanto al impacto sobre el comercio pueden atribuirse, en parte, a los distintos regímenes cambiarios. De hecho, en los países que registraron una fuerte depreciación de sus tipos de cambio efectivos nominales o reales entre el tercer trimestre de 2008 y el tercer trimestre de 2009, como Hungría, Polonia y Rumanía, la contracción de las exportaciones fue relativamente menos acusada. Por el contrario, los Estados bálticos, que tienen regímenes de tipo de cambio fijo, mostraron en promedio la caída más pronunciada de las exportaciones para el conjunto de la región. Así pues, una significativa depreciación real podría haber ayudado a los países con regímenes de tipo de cambio flexible a frenar la caída de sus exportaciones.

Las diferencias entre países en la composición por sectores también parecen explicar, en parte, el comportamiento diferenciado de las exportaciones. En

**Cuadro I Variación de las exportaciones totales
y tipo de cambio efectivo nominal y real**

(tasas de variación entre III 2008 y III 2009)

	Exportaciones totales	TCEN	TCER-IPC
Bulgaria	-6,7	1,0	1,8
Estonia	-9,6	1,8	0,6
Letonia	-14,7	2,9	3,8
Lituania	-16,5	2,9	5,1
República Checa	-7,7	-4,7	-4,8
Hungría	-6,9	-12,2	-8,0
Polonia	-9,0	-20,5	-17,0
Rumanía	-3,7	-14,4	-10,1

Fuente: Cálculos del BCE.

Notas: Las exportaciones totales incluyen bienes y servicios y se expresan en precios constantes. TCEN es el tipo de cambio efectivo nominal. TCER-IPC es el tipo de cambio efectivo real deflactado por el IPC. Un valor positivo (negativo) del TCEN o del TCER indica una apreciación (depreciación) durante el periodo. Los cuatro primeros países tienen regímenes de tipo de cambio fijo o acuerdos de *currency board*, mientras que los cuatro últimos tienen regímenes cambiarios más flexibles y los bancos centrales tienen una estrategia de política monetaria basada en un objetivo de inflación.

varios países de la región, la menor demanda externa de bienes intermedios y de capital afectó en gran medida a sus exportaciones de automóviles y repuestos. Una de las principales características de la industria del automóvil, que es de magnitud relativamente considerable en la República Checa, Hungría, Polonia y Rumanía, es su fuerte orientación al mercado de exportaciones y, por consiguiente, su significativa contribución a la evolución de este mercado en los países productores. Como resultado de su naturaleza altamente cíclica, la industria del automóvil y las que la abastecen han sido muy sensibles a la evolución del ciclo económico mundial. Ello explica, a su vez, en parte, las diferencias geográficas observadas en el impacto de la crisis y, en cierta medida, la contribución negativa al crecimiento del sector industrial en los países con una industria automovilística de magnitud considerable (véase gráfico 7). Hacia finales de 2009, este factor se compensó, en parte, con las externalidades positivas de los diversos planes para la renovación de automóviles adoptados en otros países europeos.

La concentración geográfica de las exportaciones también parece haber influido en la diferente evolución del comercio en los países de la región (véase gráfico 8). El grueso de las exportaciones de estos países (entre el 80% y casi el 90% de las exportaciones totales) se dirige a otros países europeos, fenó-

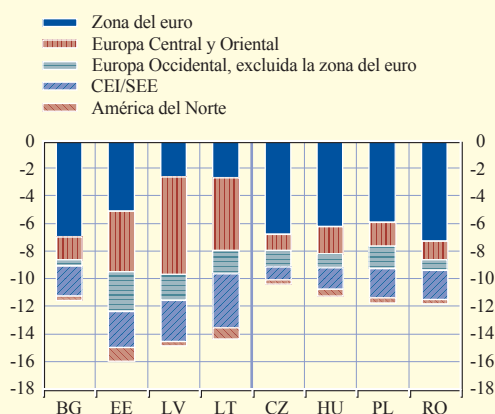
meno que, en gran medida, guarda relación con la proximidad geográfica y los avances realizados en la integración económica regional. No obstante, persisten algunas diferencias entre ellos. La zona del euro representa el destino prioritario para las exportaciones de Bulgaria, la República Checa, Hungría, Polonia y Rumanía. Por el contrario, los Estados bálticos comercian principalmente con otros países de la región —básicamente, otros Estados bálticos y Polonia— y con los países de la Comunidad de Estados Independientes y los del sureste de Europa. En particular, los estrechos vínculos que existen entre los tres Estados bálticos podrían explicar la fuerte contribución negativa de la región al desplome de la demanda externa en estos países.

AJUSTES DE LOS SALDOS EXTERNOS

Principalmente como resultado de la intensificación de la crisis financiera, los países de Europa Central y Oriental experimentaron una corrección de los

**Gráfico 8 Desagregación regional
de la contracción de la demanda externa**

(tasas de variación interanual en términos reales, 2008)



Fuentes: FMI y cálculos del BCE.

Notas: Datos disponibles solo hasta 2008. El agregado Europa Occidental, excluida la zona del euro, comprende Dinamarca, Noruega, Suecia, Suiza y el Reino Unido. La Comunidad de Estados Independientes (CEI) y los países del sureste de Europa (SEE) incluyen Albania, Azerbaiyán, Bosnia, Croacia, Kazajstán, la ex República Yugoslava de Macedonia, Moldavia, Mongolia, Rusia, Tayikistán, Turquía, Turkmenistán, Ucrania y Uzbekistán. América del Norte comprende Estados Unidos y Canadá. Los países situados a la izquierda de la línea central tienen regímenes de tipo de cambio fijo o acuerdos de *currency board*. Los situados a la derecha tienen regímenes cambiarios más flexibles y los bancos centrales tienen una estrategia de política monetaria basada en un objetivo de inflación.

desequilibrios externos. El origen podría estar en un notable descenso de las presiones de demanda interna, que ocasionaron una pronunciada caída de las importaciones, compensando con creces la contracción de las exportaciones asociada a la demanda externa. Como consecuencia, los déficits por cuenta corriente y de capital se redujeron sustancialmente en todos los países de la región, salvo en la República Checa, entre el tercer trimestre de 2008 y el tercer trimestre de 2009. Al mismo tiempo, en los Estados bálticos, el saldo agregado de la cuenta corriente y de capital incluso registró superávit (véase gráfico 9).

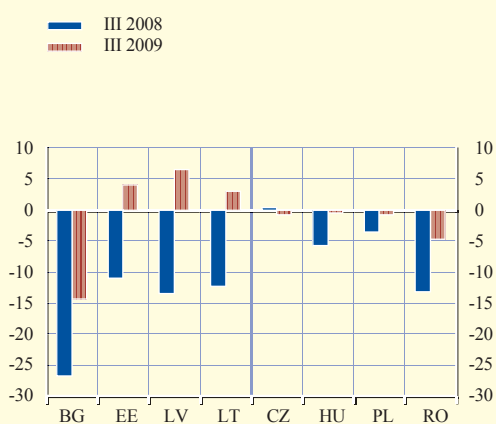
Además, se han producido cambios notables en la estructura de los flujos de financiación externa (véase gráfico 10). Desde el cuarto trimestre de 2008, los Estados bálticos, Bulgaria y Rumanía, en particular, han registrado fuertes salidas netas de «otras inversiones», que, en algunos países, solían ser la principal fuente de financiación antes de la crisis financiera y económica mundial. El cambio de signo de los flujos de «otras inversiones» puede atribuirse, en parte, a la reevaluación de los riesgos por parte de las instituciones financieras interna-

cionales, al proceso de desapalancamiento mundial y a las consiguientes transferencias de fondos realizadas por los bancos privados nacionales a los bancos extranjeros, incluyendo a sus bancos matrices. Al mismo tiempo, las entradas de inversión directa extranjera se redujeron en la mayoría de los países, aunque siguieron financiando una parte significativa del déficit por cuenta corriente y de capital. En general, un aumento en los activos de reserva se registra como una salida de capital en las estadísticas de balanza de pagos. Por este motivo, las salidas netas de activos de reserva en Bulgaria, que pueden atribuirse a un cambio en la regulación de las exigencias de reservas por parte del Българска народна банка (Banco Nacional de Bulgaria), se registraron como un cambio positivo en la contribución a la financiación del déficit por cuenta corriente. En Hungría, un cambio negativo en la financiación de la cuenta corriente se debió a los desembolsos realizados en el marco del programa de asistencia financiera internacional.

El cambio en la composición de la financiación de la cuenta corriente parece haber afectado a la magnitud de los ajustes totales de la cuenta corriente y

Gráfico 9 Balanza por cuenta corriente y de capital

(medias de cuatro trimestres hasta III 2008 y III 2009; en porcentaje del PIB)

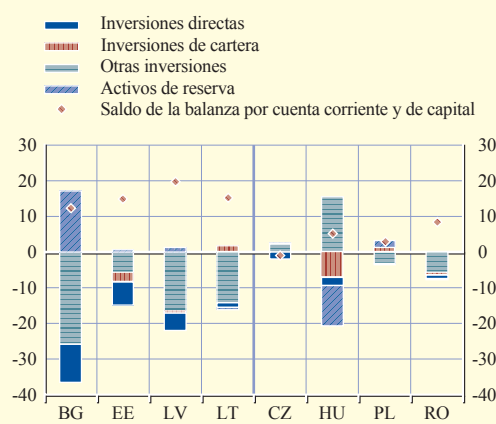


Fuente: Cálculos del BCE.

Notas: Los países situados a la izquierda de la línea central tienen regímenes de tipo de cambio fijo o acuerdos de *currency board*. Los situados a la derecha tienen regímenes cambiarios más flexibles y los bancos centrales tienen una estrategia de política monetaria basada en un objetivo de inflación.

Gráfico 10 Cambios en la financiación externa entre III 2008 y III 2009

(en porcentajes del PIB)



Fuente: Cálculos del BCE.

Nota: Los datos corresponden a medias de cuatro trimestres hasta III 2008 y III 2009. Los países situados a la izquierda de la línea central tienen regímenes de tipo de cambio fijo o acuerdos de *currency board*. Los situados a la derecha tienen regímenes cambiarios más flexibles y los bancos centrales tienen una estrategia de política monetaria basada en un objetivo de inflación.

de capital en todos los países durante la crisis financiera. En particular, países como los Estados bálticos, que habían registrado un elevado porcentaje de entradas de «otras inversiones» antes de la crisis, sufrieron una contracción muy fuerte de sus déficits por cuenta corriente y de capital.

3 DIFERENCIAS ENTRE PAÍSES EN LAS POLÍTICAS ADOPTADAS PARA HACER FRENTE A LA CRISIS

POLÍTICA FISCAL

Las políticas fiscales adoptadas para hacer frente a la crisis variaron notablemente de unos países a otros, lo que posiblemente contribuyó también a las diferencias geográficas en el impacto de la crisis. Las respuestas reflejaron la necesidad de equilibrar la creciente preocupación con respecto a la sostenibilidad de las finanzas públicas y a otros desequilibrios macroeconómicos con el deseo de permitir el funcionamiento de los estabilizadores automáticos o incluso aplicar estímulos fiscales para atenuar el impacto desestabilizador de la crisis en la actividad económica.

En Letonia, Hungría y Rumanía, los requisitos de los programas de asistencia financiera del FMI y de la UE impusieron la necesidad de sanear a fondo las finanzas públicas adoptando medidas de amplio alcance tanto por el lado de los ingresos como de los gastos a partir de 2009. Estas medidas estaban orientadas a reducir el gasto público redimensionando la administración pública, recortando sus salarios y reduciendo las prestaciones (por ejemplo, las pensiones) y el gasto de capital. Por lo que respecta a los ingresos, entre las medidas se incluía un aumento de la base impositiva.

Bulgaria, Estonia y Lituania también adoptaron medidas de ajuste fiscal en 2009, encaminadas a frenar el rápido deterioro presupuestario. En Estonia y Lituania, las medidas incluyeron, concretamente, recortes de las principales partidas de gasto excluidas las transferencias sociales, así como un incremento de los impuestos. En Bulgaria, por el contrario, en 2009 se adoptaron una serie de medidas orientadas a recortar el gasto y elevar la recauda-

ción impositiva mejorando el cumplimiento de las obligaciones tributarias, tanto en lo que respecta al impuesto sobre el valor añadido como al impuesto de sociedades, a fin de mantener una reserva fiscal suficientemente grande.

En cambio, en la República Checa y Polonia, no se aplicó una política fiscal más restrictiva en 2009, permitiéndose el funcionamiento de los estabilizadores automáticos. En Polonia, el efecto de dichos estabilizadores quedó contrarrestado, en parte, por los recortes del gasto discrecional, mientras que, en la República Checa, se aplicaron algunas medidas de estímulo fiscal. En el caso de Polonia, las reducciones en el impuesto sobre las rentas del trabajo que ya se habían aprobado antes de la crisis actuaron como estímulo fiscal. En la República Checa, el saneamiento de las finanzas públicas se inició en 2010 y consistió, principalmente, en medidas que afectaron al ingreso, como el aumento del impuesto sobre el valor añadido y de los impuestos especiales y algunos recortes en las prestaciones sociales.

En total, seis de los ocho países de Europa Central y Oriental están sujetos a una decisión del Consejo de la UE sobre la existencia de un déficit excesivo y, en consecuencia, su respuesta frente a la crisis también ha estado determinada por las recomendaciones formuladas en los respectivos procedimientos de déficit excesivo (véase cuadro 2). Además, la Comisión Europea ha iniciado también un procedimiento de déficit excesivo contra Bulgaria, dado que este país registró un déficit presupuestario del 3,9% del PIB en 2009.

En general, resulta difícil valorar la idoneidad de la política fiscal aplicada en los países de la región durante la crisis, dada la incertidumbre en cuanto al nivel y la tasa de crecimiento de su producto potencial. Esto complica la evaluación de las medidas estructurales que subyacen en las políticas fiscales adoptadas para hacer frente a la recesión económica. Las proyecciones de la Comisión Europea indican que, en 2010, solo Bulgaria y Estonia registrarán déficits inferiores al valor de referencia del 3% del PIB establecido en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento, mientras que la República

Cuadro 2 Recomendaciones formuladas en el marco de los procedimientos de déficit excesivo

	Plazo	Recomendación del Consejo de la UE (extracto)
República Checa	2013	Aplicar [...] medidas en 2010; lograr en promedio un esfuerzo fiscal anual del 1% del PIB en el período [...] 2010-2013.
Letonia	2012	Lograr en promedio un esfuerzo fiscal anual de un 2,75% del PIB, como mínimo, en el período [...] 2010-2012.
Lituania	2012	Aplicar [...] las medidas correctivas previstas [...] para 2010 [...]; lograr en promedio un esfuerzo fiscal anual de un 2,25% del PIB, como mínimo, en el período [...] 2010-2012 [...].
Hungría	2011	Lograr como mínimo un esfuerzo fiscal acumulado del 0,5% del PIB en 2010-2011.
Polonia	2012	Lograr en promedio un esfuerzo anual en materia de ajuste fiscal de un 1,25% del PIB, como mínimo, a partir de 2010 [...].
Rumanía	2012	Aplicar [...] medidas en 2010 [...] y continuar el ajuste fiscal en 2011 y 2012; lograr en promedio un esfuerzo fiscal anual de un 1,75% del PIB, como mínimo, en el período [...] 2010-2012 [...].

Fuente: Dictámenes del Consejo de la UE.

Checa, Letonia, Lituania, Hungría, Polonia y Rumanía seguirán contabilizando abultados déficits presupuestarios. En todos los países de la región, salvo Hungría, se prevé que el gasto en relación con el PIB aumente significativamente en 2010 en comparación con el nivel observado en 2008. Según las proyecciones, Hungría será el único país con una ratio de deuda superior al 60% del PIB en 2010, mientras que, en Polonia y Letonia, dicha ratio aumentará hasta situarse en torno a este nivel en 2011. Asimismo, se prevé que Letonia y Lituania registren incrementos sustanciales de sus ratios de deuda en 2010, hasta el 48,5% y el 38,6% del PIB, respectivamente (véase cuadro 3).

POLÍTICA MONETARIA

La ejecución de la política monetaria —antes y durante la crisis— ha variado de unos países a

otros, lo que también podría haber contribuido a las diferencias geográficas en el impacto de la crisis. Como se indicó anteriormente, en los países en los que la política monetaria no estaba limitada por un objetivo de tipo de cambio, la reducción de la actividad real desde la eclosión de la crisis fue considerablemente menor que en los países con tipos de cambio fijos, como Bulgaria y los tres Estados bálticos. Ello se debió, en parte, al recalentamiento de estas últimas economías en el período previo a la crisis, propiciado por el fuerte crecimiento del crédito estimulado por unos tipos de interés muy bajos o incluso negativos. Además, los países con regímenes de tipo de cambio fijo tenían limitada la autonomía de la política monetaria para hacer frente a la crisis. Por el contrario, tras el acusado deterioro de sus perspectivas de inflación como resultado de la crisis, los tipos de interés reales a corto plazo incluso han aumentado en esos países, en

Cuadro 3 Evolución de las finanzas públicas en el período 2008-2011

(en porcentajes del PIB)

	Ratio de gasto		Saldo presupuestario				Deuda pública bruta de las Administraciones Públicas			
	2010	Variación ^{b)} 2008-2010	2008	2009	2010	2011	2008	2009	2010	2011
Bulgaria	39,7	2,3	1,8	-3,9	-2,8	-2,2	14,1	14,8	17,4	18,8
República Checa	47,0	4,1	-2,7	-5,9	-5,7	-5,7	30,0	35,4	39,8	43,5
Estonia	45,8	5,9	-2,7	-1,7	-2,4	-2,4	4,6	7,2	9,6	12,4
Letonia	44,8	6,2	-4,1	-9,0	-8,6	-9,9	19,5	36,1	48,5	57,3
Lituania	42,5	5,1	-3,3	-8,9	-8,4	-8,5	15,6	29,3	38,6	45,4
Hungría	48,8	-0,4	-3,8	-4,0	-4,1	-4,0	72,9	78,3	78,9	77,8
Polonia	46,0	2,7	-3,7	-7,1	-7,3	-7,0	47,2	51,0	53,9	59,3
Rumanía	39,9	2,3	-5,4	-8,3	-8,0	-7,4	13,3	23,7	30,5	35,8

Fuente: Previsiones económicas de la Comisión Europea, primavera de 2010.

1) Las variaciones de la ratio de gasto se expresan en puntos porcentuales.

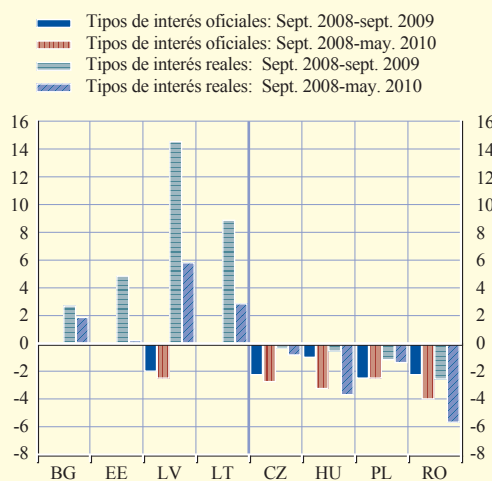
particular en Letonia y Lituania, en comparación con los niveles previos a la crisis, a pesar de los recortes de los tipos de interés oficiales realizados por el BCE (véase gráfico 11). Ello podría haber contribuido en mayor medida a la fuerte contracción del crecimiento del PIB.

En los países con un objetivo de inflación, a saber, la República Checa, Hungría, Polonia y Rumanía, la acumulación de desequilibrios y la dependencia de la financiación exterior fueron menores, en general, en el período previo a la crisis, lo que limitó la vulnerabilidad de estas economías a un agotamiento de los recursos externos. Al mismo tiempo, los objetivos de inflación parecen haber funcionado relativamente bien en estos países para anclar las expectativas de inflación. No obstante, en algunos países, como Hungría y Rumanía, el proceso de desinflación distaba mucho de haberse completado en el período previo a la crisis, obstaculizado de forma notable por la imprudente ejecución de la política fiscal en el pasado. En conjunto, los países con objetivos de inflación pudieron llevar a cabo notables recortes de los tipos de interés oficiales para hacer frente a la crisis.

El ritmo y el alcance de esos recortes tras la intensificación de la crisis variaron de unos países a otros. En la República Checa y Polonia, se recortaron drásticamente los tipos de interés oficiales poco después de septiembre de 2008, y la pronunciada depreciación de la moneda brindó cierto respaldo adicional a la economía. Por el contrario, los tipos de interés se elevaron inicialmente en Hungría y se mantuvieron inalterados en Rumanía, y posteriormente se recortaron de forma notable a lo largo de 2009 y principios de 2010. En estos dos últimos países, las presiones inflacionistas siguieron siendo intensas. Además, las devaluaciones de las monedas plantearon un grave riesgo para la estabilidad financiera, dada la elevadísima exposición del sector privado a las fluctuaciones de los tipos de cambio, ya que una considerable proporción de los préstamos vivos a dicho sector (más del 50%) estaba denominada en moneda extranjera³. Tras el aumento de la aversión al riesgo entre los inversores internacionales, los bancos centrales de Hungría y Rumanía tuvieron que con-

Gráfico 11 Variaciones de los tipos de interés oficiales y de los tipos de interés reales a corto plazo

(puntos porcentuales)



Fuentes: BCE y Consensus Forecast.

Notas: Los tipos de interés reales se definen como tipos del mercado monetario a tres meses deflactados por las previsiones de inflación elaboradas por Consensus Forecast a un año vista. Los países situados a la izquierda de la línea central tienen regímenes de tipo de cambio fijo o acuerdos de *currency board*. Los situados a la derecha tienen regímenes cambiarios más flexibles y los bancos centrales tienen una estrategia de política monetaria basada en un objetivo de inflación.

siderar, en su política monetaria, los riesgos asociados a una nueva depreciación del tipo de cambio y las consiguientes presiones inflacionistas, así como el impacto negativo sobre los balances de las empresas y los hogares. Además, la situación fiscal en estos dos países era especialmente difícil, lo que limitó la capacidad de reacción de la política monetaria frente a la crisis.

Al mismo tiempo, la eficacia de la política monetaria se vio seriamente reducida en la mayoría de los países de la región, debido a la crisis financiera mundial, al producirse de manera generalizada un significativo aumento de las primas de riesgo y de liquidez en los mercados interbancarios. El grado en que la crisis obstaculizó el funcionamiento del mecanismo de transmisión de la política monetaria parece haber sido distinto en cada país, como consecuencia de las diferencias entre los respectivos mercados financieros, tanto en tamaño como

³ En Hungría, entraron en vigor en marzo de 2010 nuevas medidas regulatorias encaminadas a limitar la elevada exposición del país en lo que respecta a los préstamos en moneda extranjera al sector privado.

en liquidez. En vista de los problemas de funcionamiento del mecanismo de transmisión, varios bancos centrales adoptaron medidas de política monetaria adicionales, a fin de suavizar las condiciones monetarias y evitar una contracción del crédito. Algunos países también hicieron frente a las restricciones de liquidez en divisas suscribiendo acuerdos de divisas de carácter temporal (líneas *swap*) con instituciones financieras nacionales.

4 CONCLUSIONES Y PERSPECTIVAS

Muchas son las explicaciones posibles para las considerables diferencias que se observan en el impacto de la crisis sobre los distintos países de Europa Central y Oriental, y también en las medidas de política adoptadas para combatirla. La acumulación de desequilibrios antes de la crisis parece haber desempeñado un papel importante a la hora de explicar estas diferencias geográficas. Los países con señales más evidentes de recalentamiento y desequilibrios más pronunciados eran más vulnerables y, en general, se vieron afectados más severamente por la crisis. Además, el impacto de la crisis varió de unos países a otros con respecto tanto a la caída de la demanda interna como a la exposición a un desplome de la demanda externa. De hecho, los países con economías muy abiertas, regímenes de tipo de cambio fijo y una concentración geográfica de las exportaciones a otros países de la región y a la Comunidad de Estados Independientes se vieron especialmente expuestos a la crisis a través del canal de la demanda externa.

Las diferencias entre países también tuvieron su origen en las distintas políticas macroeconómicas aplicadas antes y después de la crisis. Se observa que el impacto de la crisis fue especialmente pronunciado en los países en los que la política monetaria estaba limitada por la adopción de un objetivo de tipo de cambio para hacer frente tanto al recalentamiento de la economía antes de la crisis como a la posterior recesión económica. En ausencia de políticas de apoyo en otras áreas, como política fiscal y reformas en la regulación para garantizar una evolución sostenible del crédito, ello contribuyó a una mayor volatilidad del producto y

la inflación en esos países. En algunos países con objetivos de inflación, la elevada proporción de deuda denominada en moneda extranjera limitó el margen de maniobra para aplicar una política monetaria menos restrictiva como respuesta a la crisis, dado que los efectos derivados de los tipos de cambio sobre los balances suscitaban inquietud respecto a la estabilidad financiera. Además, en algunos países no se aplicó una política fiscal suficientemente restrictiva antes de la crisis, lo que contribuyó al recalentamiento y generó dudas respecto a la sostenibilidad, y limitó también el margen de actuación de la política fiscal para contrarrestar el impacto de la crisis, permitiendo, como mínimo, el funcionamiento de los estabilizadores automáticos.

De cara al futuro, es crucial para los países de la región evitar la reaparición de desequilibrios macroeconómicos en el futuro y asegurar un proceso de convergencia sostenible. Los países han de comprometerse a realizar ajustes duraderos de las políticas y a reforzar los instrumentos de política contracíclicos que sean necesarios, a fin de situarse en una posición más favorable para hacer frente a las perturbaciones en un entorno en el que los vínculos macrofinancieros parecen desempeñar un papel cada vez más destacado. Concretamente, dada la virtual ausencia de una política monetaria autónoma en los países con tipos de cambio fijos, es imperativo que otras áreas de la política económica proporcionen el margen de maniobra necesario para hacer frente a las perturbaciones y evitar la reaparición de los desequilibrios macroeconómicos.

Para conseguir un patrón de crecimiento más equilibrado, muchos países han de desviar recursos del sector de bienes no comerciables al de bienes comerciables. Asimismo, han de evitar volver a una situación en la que el proceso de convergencia dependa, en gran medida, de un excesivo crecimiento del crédito financiado con recursos externos y de aumentos de los precios de los activos. Los ajustes de las políticas han de orientarse a limitar los factores de vulnerabilidad de los países, incluidos los relacionados con los préstamos en moneda extranjera, y, al mismo tiempo, aumentar aún más su capacidad para hacer frente a las perturbaciones eco-

nómicas, en particular en lo que se refiere a la flexibilidad de sus mercados laborales.

Con respecto a la política fiscal, es importante que los países de Europa Central y Oriental alcancen y mantengan posiciones fiscales sostenibles. Para muchos de estos países, lograr un superávit fiscal es un objetivo apropiado para limitar el riesgo de que se produzcan ciclos de expansión y recesión en el futuro. Los países que están sujetos a un procedimiento de déficit excesivo han de cumplir sus compromisos de forma creíble y puntual. También es preciso aplicar medidas de ajuste adicionales para contener el gasto en los países que aún no han alcanzado sus objetivos presupuestarios

de medio plazo. Asimismo, se necesitan marcos fiscales sólidos que respalden el saneamiento de las finanzas públicas y limiten las desviaciones del gasto público, ayudando, al mismo tiempo, a evitar la reaparición de los desequilibrios macroeconómicos. Por lo que respecta a la política monetaria, es crucial que los países de la región logren la estabilidad de precios y la mantengan de forma duradera. Una vez que remitan los factores desinflacionistas de carácter temporal asociados a la crisis económica y financiera, la consecución de este objetivo exigirá, en particular, una orientación general de las políticas que evite la reaparición de presiones que conduzcan a un recalentamiento de la economía.