



SALVAGUARDAR LA RECUPERACIÓN A MEDIDA QUE MENGUA LA LIQUIDEZ MUNDIAL

29 de abril de 2014

RESUMEN EJECUTIVO

El crecimiento está repuntando en la mayor parte de Europa central, oriental y sudoriental con la recuperación en la zona del euro, pero la región se enfrenta a una inusual coyuntura de riesgos. Se proyecta que el crecimiento en Europa central, oriental y sudoriental¹, excluyendo las economías más grandes (Rusia y Turquía), será de 2,3% en 2014, lo cual supone una importante aceleración con respecto al ritmo de 1,2% registrado el año pasado. Sin embargo las condiciones del financiamiento externo se han tornado más volátiles desde mediados de 2013. Además de la constante reducción del financiamiento proveniente de bancos extranjeros, los flujos de cartera a Europa central, oriental y sudoriental, excluyendo Rusia y Turquía, se tornaron negativos en el tercer trimestre de 2013 por primera vez desde 2009. Si bien los flujos repuntaron en el cuarto trimestre de 2013, las presiones podrían recrudecer si se materializan los riesgos derivados de una potencial agudización de las tensiones geopolíticas en la región, nuevos episodios de volatilidad financiera a medida que las economías avanzadas normalizan la política monetaria y la posibilidad de un período prolongado de crecimiento débil en la zona del euro.

La susceptibilidad de la región a los shocks de financiamiento externo se debe principalmente de los saldos relativamente altos de deuda externa, las fuertes necesidades de financiamiento y las importantes exposiciones en moneda extranjera. Muchos países de la región han mejorado considerablemente sus saldos en cuenta corriente en años recientes, pero siguen siendo vulnerables a shocks externos debido a los *saldos relativamente altos de deuda externa* y a las *importantes necesidades de refinanciamiento que implican esos saldos*, que han acumulado el sector privado durante el auge previo a la crisis y el sector público desde la crisis. El riesgo de *exposición en moneda extranjera* vinculado al endeudamiento externo se ve agravado aún más por el alto grado de euroización financiera en la región.

Según el informe de abril de 2014 de la serie Regional Economic Issues (Temas económicos regionales; REI, por sus siglas en inglés), la sensibilidad de los países de Europa central,

¹ En este informe, Europa central, oriental y sudoriental incluye los siguientes países: Albania, Belarús, Bosnia y Herzegovina, Bulgaria, Croacia, Eslovenia, Estonia, Hungría, Kosovo, Letonia, Lituania, Macedonia, Moldova, Montenegro, Polonia, la República Checa, la República Eslovaca, Rumania, Rusia, Serbia, Turquía y Ucrania.

oriental y sudoriental a las variaciones de las condiciones financieras mundiales obedece a una serie de otros factores:

- *Mayor participación de inversionistas extranjeros en los mercados locales de bonos.* Las condiciones mundiales más restrictivas incrementarán por esta razón la presión sobre los costos de endeudamiento y podrían provocar un cambio de sentido de los flujos en la región, aunque los países con fundamentos macroeconómicos y marcos de política más sólidos deberían verse relativamente menos afectados.
- *Mayor presencia de inversionistas institucionales extranjeros.* Si bien los flujos de estos inversionistas tienden a ser más resistentes y a estar más diferenciados entre países que los flujos de inversionistas minoristas, también tienden a reaccionar de manera más drástica y persistente a shocks extremos.
- *Dependencia de un número relativamente reducido de acreedores comunes.* En el caso de las tenencias externas de valores de Europa central, oriental y sudoriental, el grado de concentración de los inversionistas parece ser alto, sobre todo en los mercados más pequeños, y por esta razón los flujos de cartera son sensibles a las decisiones de asignación que toman unos pocos administradores de fondos. De igual forma, una proporción importante del financiamiento bancario externo que recibe Europa central, oriental y sudoriental proviene de un grupo relativamente reducido de grandes bancos de la zona del euro.

Un marcado endurecimiento de las condiciones financieras, acompañado de un aumento de la volatilidad del mercado, tendría un efecto neto negativo, pero manejable, en la mayoría de los países de la región. Según el análisis, una recuperación económica más rápida en Estados Unidos incentivaría el crecimiento en los países de la región, pero en la mayoría de los países ese efecto se vería más que neutralizado por el efecto contractivo de las condiciones monetarias más restrictivas a escala mundial y la volatilidad en los mercados financieros, condiciones que surgirían si la normalización de la política monetaria en Estados Unidos avanzara más rápido de lo previsto.

En algunos países de la región los flujos bancarios transfronterizos podrían reducirse aún más. Esto podría ocurrir porque las presiones de desapalancamiento a las que están sometidas las casas matrices aumentan a raíz del análisis de calidad de los activos de la zona del euro y las pruebas de tensión, dando lugar a reducciones selectivas de las exposiciones frente a ciertos países. Los datos empíricos apuntan a que las deficiencias en los fundamentos macroeconómicos y del sector bancario del país receptor (calidad de los activos, rentabilidad, dependencia del financiamiento no basado en depósitos) incrementan el riesgo de que se reduzca el financiamiento bancario transfronterizo.

La adopción de políticas más sólidas y la creación de un mayor margen de maniobra ayudarían a mitigar los shocks externos y también a liberar un mayor potencial de

crecimiento, como lo demuestra la experiencia de los países de la región que han soportado presiones del mercado más moderadas en el último año. Más concretamente:

- Los países con *flexibilidad cambiaria y de política monetaria* deben seguir utilizándola como principal línea de defensa durante los episodios de volatilidad del mercado. También podría ser útil obtener líneas de crédito externas y suministro focalizado de liquidez.
- La *diversificación de las fuentes de financiamiento y la profundización de la base de inversionistas locales* ayudarían a reducir la volatilidad de los países a shocks idiosincrásicos y a contagio a través de prestamistas comunes.
- Todos los países, y en especial aquellos con fundamentos macroeconómicos menos sólidos, pueden incrementar su capacidad de resistencia a los shocks si *recomponen su espacio fiscal y solucionan los legados y problemas que dejó al descubierto la crisis*: deficiencias estructurales que frenan el crecimiento y mantienen el desempleo en niveles inaceptablemente altos; y abultadas carteras de préstamos en mora que entorpecen el crédito.
- La *implementación de reformas estructurales* que fomenten el potencial de crecimiento también servirá para atraer inversión extranjera más estable.