

LA CRISIS FINANCIERA GLOBAL EN AMÉRICA LATINA Y EUROPA DEL ESTE.  
UN ANÁLISIS COMPARADO

Este artículo ha sido elaborado por Sonsoles Gallego, Luis Molina y José María Serena, de la Dirección General Adjunta de Asuntos Internacionales<sup>1</sup>.

### Introducción

La crisis económica y financiera global que se inició en agosto de 2007 impactó de manera diferente sobre las economías emergentes y sobre las desarrolladas. Inicialmente, las primeras mostraron una apreciable resistencia, a pesar del deterioro de las condiciones financieras internacionales. Sin embargo, tal resistencia se quebró abruptamente a partir de la bancarrota de Lehman Brothers en septiembre de 2008, cuando el fuerte retroceso de los flujos de capitales, la paralización de la financiación del comercio internacional y el colapso de la demanda mundial deterioraron las bases del crecimiento de estas economías, hasta generar la recesión más intensa en varias décadas.

Este artículo se centra en el análisis comparado del impacto de la crisis en América Latina y Europa del Este<sup>2</sup>, dos regiones geográficamente distantes y económicamente diferentes<sup>3</sup>, que presentaban, no obstante, una serie de características comunes en los años previos al estallido de la crisis. En efecto, en ambos casos se habían registrado fuertes ascensos de la actividad, junto con un crecimiento del crédito elevado, y grandes entradas de capitales del exterior, impulsados por factores como el crecimiento de la demanda mundial y unas condiciones financieras internacionales muy favorables. Así, las tasas medias de crecimiento entre 2002 y 2008 fueron del 5% en Europa del Este y del 4,3% en América Latina, y vinieron en ambos casos lideradas por la demanda interna (sobre todo, inversión). En última instancia, la renta per cápita experimentó un notable avance en ambas regiones y las tasas de pobreza disminuyeron, tras una década en la que habían ascendido sustancialmente.

Además del entorno exterior favorable, varias características propias de cada región contribuyeron decisivamente al ciclo expansivo que precedió al estallido de la crisis de 2008. En Europa del Este, la transformación de economías de planificación centralizada en economías de mercado implicó la renovación casi total del *stock* de capital (lo que supuso una elevada demanda de inversión), junto con la reorientación de los patrones de integración comercial hacia la Unión Europea (UE). Ello supuso, a su vez, el cambio de un patrón de exportación basado en productos de bajo contenido tecnológico a otro de productos con contenido y calidad tecnológica media y alta. Al mismo tiempo, el grado de integración financiera de los países de Europa del Este con las economías de la UE se intensificó, no solamente en términos del volumen de préstamos transfronterizos, sino también a través de la propiedad externa de los bancos. La integración financiera fue un elemento determinante en el crecimiento económico

---

1. El artículo está basado en el Documento Ocasional n.º 1002, de próxima publicación. *The impact of the global economic and financial crisis on CESEE and Latin America*, de los mismos autores de este artículo, junto con Reiner Martin y Sandor Gardo, del Banco Nacional de Austria, a los que agradecemos especialmente su contribución. Agradecemos igualmente a Enrique Martínez Casillas y Esther López Espinosa su apoyo en la elaboración de gráficos y cuadros. 2. En el caso de Europa del Este, se examinan nueve países: República Checa, Polonia, Hungría, Bulgaria, Croacia, Rumanía, Estonia, Lituania y Letonia. América Latina incluye las siete mayores economías de la región, esto es, Argentina, Brasil, México, Chile, Colombia, Venezuela y Perú. 3. El PIB per cápita de Europa del Este alcanzó, en media, los 18.000 dólares en paridad de poder de compra en el año 2008, frente a los 12.000 de América Latina, que equivalían al 50% y 35%, respectivamente, de la media del área del euro. El PIB total de la región latinoamericana es cerca de tres veces el de Europa del Este, y su población alcanza los 460 millones, por unos 100 millones en Europa del Este. Las dos regiones se diferencian en el grado de apertura comercial, mayor en Europa del Este, y en la estructura de las exportaciones (principalmente manufactureras en Europa del Este, y materias primas en el caso de América Latina). Las dos regiones difieren también en su grado de integración financiera. La participación de los bancos extranjeros en el total de activos es superior en Europa del Este.

en Europa del Este, pero también pudo contribuir a alimentar un *boom* crediticio en dichos años<sup>4</sup>. De hecho, la mejora de las instituciones y del marco regulatorio en la región, y la generalización de las expectativas de convergencia, e incluso de eventual adopción del euro, impulsaron la entrada de capital extranjero en el sector financiero, aumentaron la oferta de fondos y, probablemente, ocasionaron un importante aumento del crédito al sector privado, a menudo en moneda extranjera. Todo ello hizo que, durante el período de crecimiento previo a la crisis de 2008, en muchos países de Europa del Este se fueran acumulando una serie de desequilibrios financieros y externos, que eran manejables en ese momento, pero que generaron una serie de vulnerabilidades que se pusieron de manifiesto una vez desencadenada la crisis.

Por su parte, América Latina registró entre 2002 y 2008 el ciclo más largo y dinámico de crecimiento desde los años setenta, una vez superadas las crisis que asolaron la región a finales de la década de los noventa. Uno de los factores fundamentales que apoyaron ese ciclo expansivo fue la importante elevación de los precios de las materias primas, que generó una ganancia acumulada de los términos de intercambio cercana al 150%. Ello permitió que, a pesar del mantenimiento de elevadas tasas de crecimiento, el déficit por cuenta corriente se mantuviera acotado, de forma que, a diferencia de períodos expansivos anteriores, el crecimiento económico fue compatible con una posición exterior sólida y menos dependiente de la financiación exterior. Otro factor clave en esta fase de prosperidad fue la importante mejora en la gestión de las políticas macroeconómicas, tras el aprendizaje de las experiencias de las últimas crisis. La mejora en la conducción de las políticas contribuyó también a cimentar un crecimiento económico más sostenido y sin importantes desequilibrios.

Este artículo revisa, en primer lugar, las fortalezas y vulnerabilidades de Europa del Este y América Latina en los momentos previos al desencadenamiento de la crisis de 2008, utilizando para ello una amplia lista de indicadores que aproximan el grado de vulnerabilidad de las economías en diferentes ámbitos (fiscal, exterior y bancario, entre otros). En la segunda parte, se examina en qué medida las políticas económicas preventivas llevadas a cabo en los años previos a la crisis mitigaron la acumulación de vulnerabilidades. Posteriormente, se analiza el impacto de la crisis en ambas regiones y el de las políticas que se adoptaron, que en muchos casos tuvieron un carácter contracíclico. Finalmente, en la última parte, se avanzan algunas conclusiones.

### ***Vulnerabilidades antes del inicio de la crisis***

Uno de los rasgos más destacables en el ciclo reciente de crecimiento en América Latina ha sido la reducción de vulnerabilidades sin precedentes registrada en la región, derivada, en buena medida, del cambio en la gestión de la política económica. En efecto, las enseñanzas de las crisis de los noventa impulsaron la puesta en marcha de políticas monetarias y fiscales más prudentes, la adopción de regímenes de tipo de cambio más flexibles y, en algunos países, la aplicación de reglas que limitaban la acumulación de desequilibrios fiscales. Además, se prestó especial atención a las señales que pudieran indicar entradas excesivas de capitales, la formación de posibles burbujas en el precio de los activos y, en general, un crecimiento excesivo del crédito, tomándose, en algunas ocasiones, medidas no ortodoxas para limitarlos, como los controles a la entrada de capitales. Esta reducción de las vulnerabilidades es uno de los factores percibidos como determinantes de la aparente resistencia de la región ante las turbulencias financieras globales, si bien es relevante señalar que el vínculo entre la acumulación de vulnerabilidades y el impacto de la crisis no es directo ni claro, y de hecho la evidencia empírica acerca de crisis previas no es concluyente sobre

---

4. Para mayor detalle, véanse Backé, Égert y Walko (2007), y Zumer, Égert y Backé (2009).

cómo, cuándo y en qué cuantía las vulnerabilidades se materializan tras el estallido de las mismas<sup>5</sup>.

Para analizar la vulnerabilidad en ambas regiones al comienzo de la actual crisis se utilizan una serie de indicadores referidos al sector real, externo y bancario, así como variables que reflejan tensiones monetarias o fiscales y la propia valoración de los mercados (para su descripción, véase cuadro 1).

Para tener una perspectiva temporal amplia y examinar si las vulnerabilidades se han ido reduciendo a lo largo del tiempo, se han calculado los perfiles de vulnerabilidad antes de las dos últimas grandes crisis que afectaron a los mercados emergentes, la crisis rusa y la argentina, y antes de la crisis de 2008. Los perfiles se presentan en gráficos, en forma de tela de araña. El análisis se realiza a nivel regional, cada eje representa un indicador y los puntos más cercanos al origen representan una vulnerabilidad menor<sup>6</sup>.

Como se puede observar en el gráfico 1, los mercados (aproximados por los indicadores de sentimiento) valoraban más positivamente ambas regiones en los momentos previos a la crisis de 2008 que antes de las dos crisis previas. Cabe preguntarse, sin embargo, si el mayor optimismo hacia estas regiones emergentes se correspondía con una mejoría de los fundamentos económicos. La respuesta para América Latina parece ser afirmativa: la región redujo considerablemente sus vulnerabilidades en los años previos a la crisis actual, no solamente en el sector bancario, en el que se iniciaron las turbulencias en 2007, sino también en el sector público y el sector exterior, cuya situación de fragilidad se encontraba en el origen de las crisis previas (véase gráfico 2).

Como se desprende del gráfico 3, en los años previos a la actual crisis, la región mejoró su posición exterior —registrando incluso un superávit por cuenta corriente—, la deuda externa y la deuda a corto plazo se redujeron sustancialmente (fruto de políticas activas de extensión de los plazos y canje de deuda externa por deuda interna) y se alcanzó una posición acreedora de inversión internacional, liderada por el sector público. Los indicadores fiscales mejoraron sustancialmente, dado que el déficit público se redujo, los intereses de la deuda pública consumieron un porcentaje inferior de los ingresos fiscales que en el pasado y la ratio de deuda pública como porcentaje del PIB descendió. En el sector bancario, las ratios de adecuación de capital fueron mayores que en el pasado, superando en todos los casos el mínimo requerido por los acuerdos internacionales, la morosidad se redujo y la dependencia de los bancos de la financiación exterior disminuyó, en tanto que el crédito crecía aproximadamente al mismo ritmo que los depósitos. En definitiva, se podría afirmar que América Latina estaba en 2008 mejor preparada para afrontar turbulencias globales de lo que lo había estado en momentos previos a otras crisis anteriores.

---

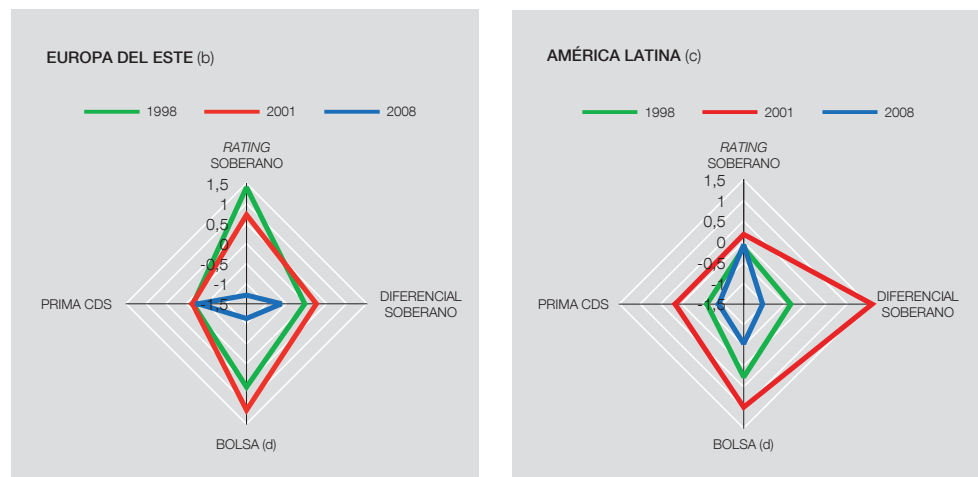
5. En el recuadro 1 del Documento Ocasional mencionado se lleva a cabo un ejercicio empírico consistente en estimar regresiones entre las variaciones del EMBI y de la tasa de crecimiento del PIB sobre los indicadores de vulnerabilidad normalizados, siendo los relacionados con el sector público y el sector externo los más significativos. 6. Los indicadores se presentan en desviaciones normalizadas respecto al promedio de los últimos años (desde 1993 a 2008 para América Latina y desde 1997 a 2008 para Europa del Este), lo que permite la comparación de los perfiles de vulnerabilidad en una región entre diferentes momentos del tiempo, e indirectamente entre regiones (la posible presencia de tendencias en alguno de los indicadores, consecuencia de procesos de convergencia, por ejemplo, no se ha tenido en cuenta). Un valor por encima de cero indica una posición de vulnerabilidad peor que el promedio histórico expresada en número de desviaciones estándar. Los indicadores regionales se obtienen a partir de los indicadores de cada país ponderados por el peso de cada uno de ellos en la región, según el PIB en paridad del poder de compra. Los indicadores sectoriales son la media aritmética de las desviaciones de los indicadores regionales, esto es, el indicador de sentimiento de mercado es la media aritmética de las desviaciones regionales del *rating*, el diferencial soberano, la prima del CDS soberano y el índice de bolsa. Finalmente, se ha cambiado el signo de las desviaciones de algunas variables, de modo que un punto más cercano al origen represente siempre una menor vulnerabilidad.

GRUPO	INDICADOR	INTERPRETACIÓN
SENTIMIENTO	Diferencial EMBIG	Valoración de un país por parte de los mercados financieros
	Diferencial CDS	
	Rating soberano	
	Índice de bolsa nacional / índice de bolsa mundial	
VULNERABILIDAD, DE LOS QUE:		
EXTERNOS		Medición de presiones de balanza de pagos y de la capacidad y disponibilidad de un país para afrontar el pago de los pasivos externos
	Saldo cuenta corriente	Medición de necesidades financieras externas
	IED y balanza básica	Necesidades de financiación externas cubiertas por capitales estables y de largo plazo
	Deuda externa a corto (% reservas)	Capacidad de afrontar la falta de acceso a los mercados financieros
	Deuda externa (y su servicio)	Capacidad de un país para atender sus obligaciones financieras externas
	Fujos de cartera	Medición de una potencial salida de capital a corto plazo
	Posición de Inversión Internacional (PII)	Medición estructural de la posición de acreedor o deudor externo neto del país y del potencial impacto de una depreciación cambiaria
BANCARIOS		Indicadores de desequilibrios en un sector con elevadas externalidades hacia el resto de la economía
	Pasivos / activos externos de bancos domésticos	Medición de la dependencia de los bancos de la financiación exterior y de la exposición al tipo de cambio de los activos y pasivos
	Rating depósitos en moneda extranjera	Valoración de las agencias de calificación de la fortaleza del sistema financiero
	Cotización de los bancos en la bolsa / índice de bolsa	Aproximación al grado de confianza en el sector bancario frente al resto de empresas cotizadas
	Ratio préstamos-depósitos	Medición de la dependencia del crédito en fuentes de financiación potencialmente menos estables que los depósitos
	Préstamos en moneda extranjera	Medición de la exposición indirecta de los bancos al riesgo de crédito por la exposición de sus clientes al riesgo de tipo de cambio
	Cartera vencida	Presión de préstamos impagados sobre los resultados y balances de los bancos
	Capital	Indicador de solvencia del sector bancario
	Rendimiento sobre el capital (ROE)	Indicador de rentabilidad del sector bancario
FISCALES	Saldo AAPP y deuda pública	Indicadores de evolución de las cuentas públicas
	Intereses sobre ingresos	Indicador de presiones en el servicio de la deuda pública y medida aproximada de la sostenibilidad de la deuda pública
MONETARIOS		Indicadores de evolución de la liquidez, la expansión del crédito y su financiación
	Crecimiento de la oferta monetaria real	Crecimiento de la oferta monetaria por encima de la tasa de inflación del país, que podría indicar la presencia de una liquidez excesiva en la economía
	Crecimiento real del crédito	Aumento del crédito excesivo que generaría burbujas o desequilibrios en el sector bancario y en otros sectores de la economía
	Crecimiento real de los depósitos	Indicador de fortaleza de las bases de financiación del sector bancario
REALES		Señalizan la dificultad de atender las obligaciones externas de un país por contracciones de la actividad o por elevada inflación
	Producción industrial	Indicador adelantado de crecimiento
	Tipo de interés e inflación	Variables que determinan la propensión a consumir e invertir
	Exportaciones	Medida aproximada de la demanda exterior y la competitividad del país

FUENTE: Banco de España.

**INDICADORES DE VULNERABILIDAD (a)**  
Nivel

GRÁFICO 1

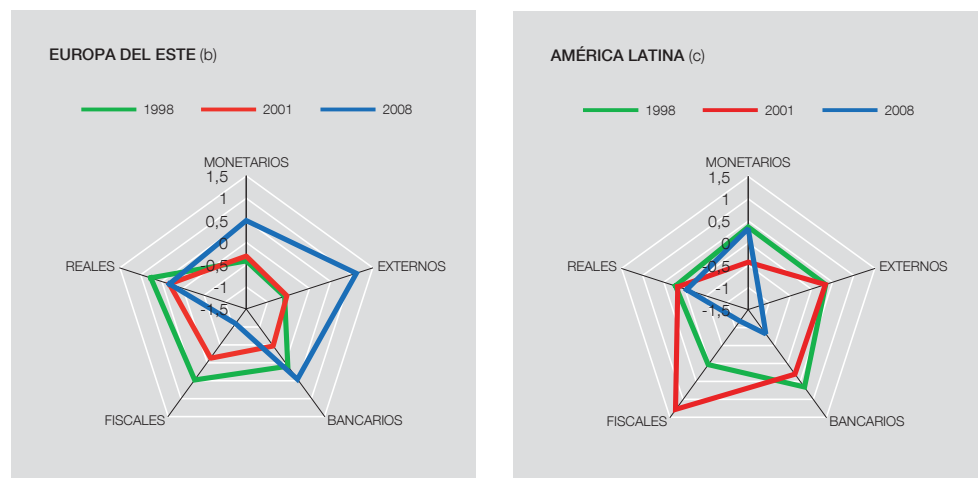


FUENTE: Banco de España.

- a. Media aritmética de las desviaciones normalizadas de cada indicador respecto a su media histórica. Para mayor detalle sobre los indicadores, véase cuadro 1.
- b. Polonia, República Checa, Rumanía, Estonia, Letonia, Lituania, Croacia, Hungría y Bulgaria.
- c. Argentina, Brasil, México, Chile, Colombia, Venezuela y Perú.
- d. Evolución de la bolsa doméstica en dólares respecto a un índice mundial.

**INDICADORES DE VULNERABILIDAD (a)**  
Nivel

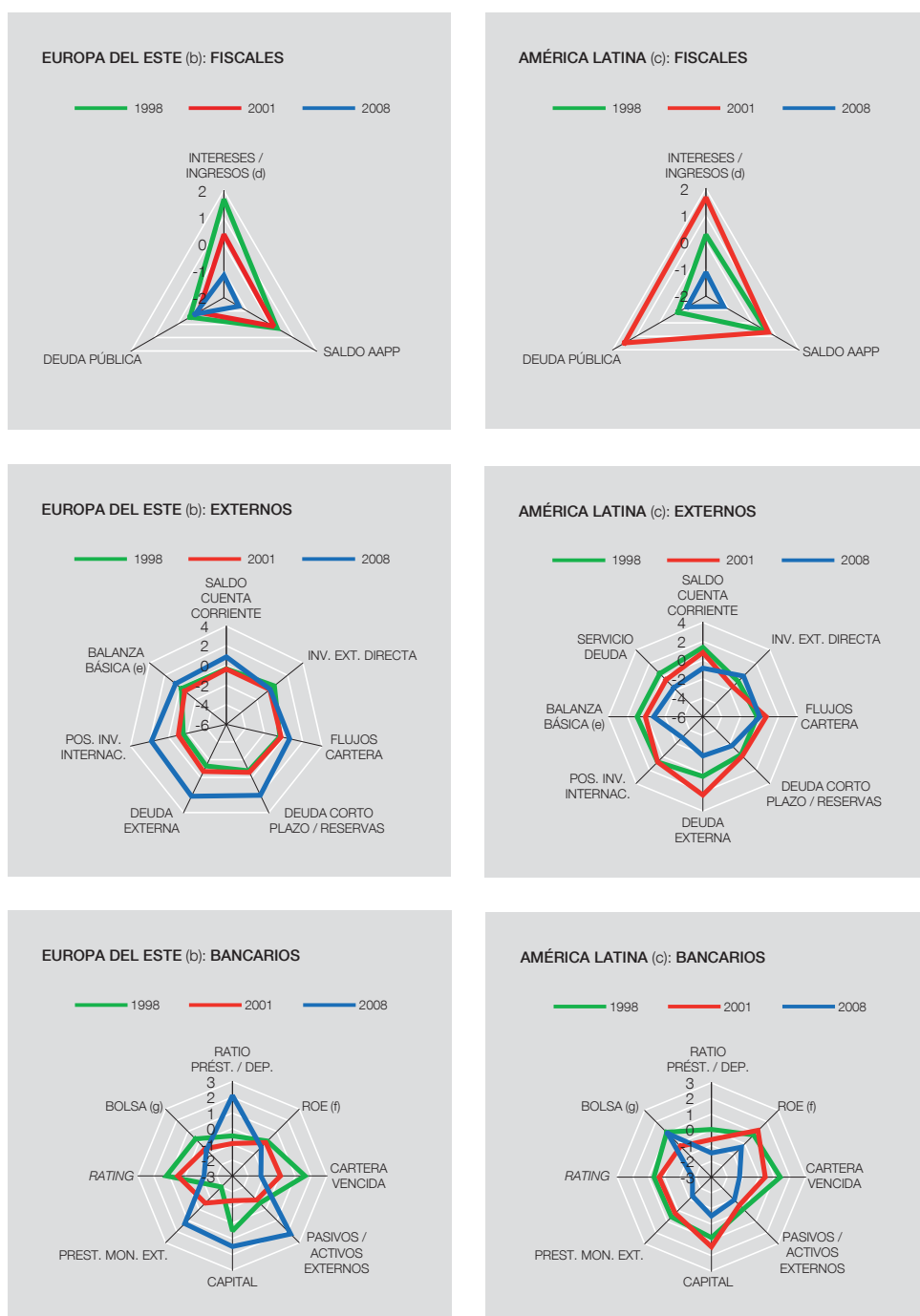
GRÁFICO 2



FUENTE: Banco de España.

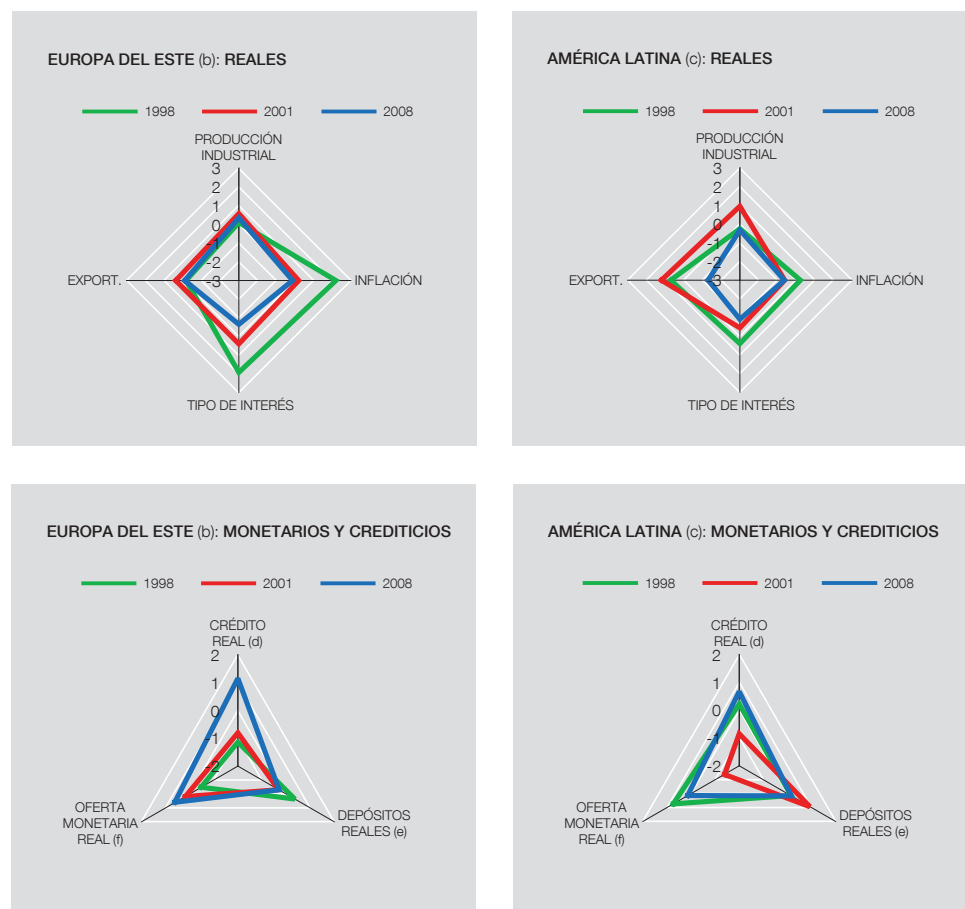
- a. Media aritmética de las desviaciones normalizadas de cada indicador respecto a su media histórica. Para mayor detalle sobre los indicadores, véase cuadro 1.
- b. Polonia, República Checa, Rumanía, Estonia, Letonia, Lituania, Croacia, Hungría y Bulgaria.
- c. Argentina, Brasil, México, Chile, Colombia, Venezuela y Perú.

Por el contrario, si bien las importantes diferencias entre países dificultan extraer conclusiones generales, podría decirse que, al menos en conjunto, las vulnerabilidades en Europa del Este se incrementaron antes de la crisis económica y financiera de 2008 respecto a los episodios previos, y lo hicieron especialmente en los sectores bancario y externo, y en algunos indicadores de tensiones monetarias (véase gráfico 4). En cambio, los indicadores reales y fiscales mejoraron significativamente. Principalmente en los países Bálticos, pero también en algunos otros países, se registró un considerable aumento del déficit por cuenta corriente, resultado en parte del incremento de la demanda interna y en parte de la subida de los precios de las



FUENTE: Banco de España.

- a. Media aritmética de las desviaciones normalizadas de cada indicador respecto a su media histórica. Para mayor detalle sobre los indicadores, véase cuadro 1.
- b. Polonia, República Checa, Rumanía, Estonia, Letonia, Lituania, Croacia, Hungría y Bulgaria.
- c. Argentina, Brasil, México, Chile, Colombia, Venezuela y Perú.
- d. Intereses de la deuda pública como porcentaje de los ingresos fiscales.
- e. Suma del saldo por cuenta corriente y la inversión exterior directa recibida.
- f. Rendimiento sobre las acciones del sector bancario.
- g. Cotización del sector bancario en bolsa respecto a la evolución del total del índice bursátil.



FUENTE: Banco de España.

- a. Media aritmética de las desviaciones normalizadas de cada indicador respecto a su media histórica. Para mayor detalle sobre los indicadores véase el cuadro 1.
- b. Polonia, República Checa, Rumanía, Estonia, Letonia, Lituania, Croacia, Hungría y Bulgaria.
- c. Argentina, Brasil, México, Chile, Colombia, Venezuela y Perú.
- d. Variación del crédito al sector privado descontada la inflación.
- e. Variación de los depósitos bancarios del sector privado descontada la inflación.
- f. Variación de la M2 descontada la inflación.

materias primas. La inversión exterior directa se mantuvo en niveles elevados, pero que en conjunto no llegaban a cubrir el desequilibrio corriente. Esto se reflejó en un incremento de la deuda externa, especialmente de corto plazo, cuya proporción sobre las reservas aumentó a pesar de la acumulación de las mismas en los años previos a la crisis. En el sector bancario, el ascenso de los ratios de préstamos sobre depósitos significó que los bancos tuvieron que recurrir crecientemente a fuentes de financiación externa para mantener el ritmo de crecimiento del crédito, lo que se tradujo en un empeoramiento de su posición deudora frente al exterior. Las perspectivas de acceso temprano al euro y el mantenimiento de tipos de cambio fijo respecto a esa moneda incentivaron, además, que parte del nuevo crédito concedido se otorgase en moneda extranjera, lo que aumentó la exposición al riesgo de tipo de cambio de consumidores y empresas. Por su parte, el cambio en el perfil de negocio de los bancos, que pasaron a prestar mayoritariamente al sector privado, en lugar de hacerlo al sector público, tendió a empeorar los ratios de capitalización por el aumento de los activos ponderados por riesgo, aunque aquellas se mantuvieron por encima del mínimo legal requerido. En sentido positivo, la morosidad descendió, mientras que las menores provisiones, el aumento del crédito, el incremento de la eficiencia y la mejora de la gestión por la entrada de capital extranjero en el sector elevaron la rentabilidad del mismo.



### **El papel preventivo de las políticas antes de la crisis**

Durante las últimas décadas, muchas economías en América Latina experimentaron crisis económicas y financieras recurrentes, en las que se observaron algunas pautas de comportamiento similares. En particular, las crisis se incubaban en períodos en los que el entorno exterior era favorable, lo que propiciaba fuertes entradas de capitales, excesivos crecimientos del crédito y, en general, situaciones de sobrecalentamiento de las economías. En la medida en que la respuesta de la oferta era demasiado rígida, los países comenzaban a acumular déficits por cuenta corriente que implicaban una importante dependencia de la financiación exterior para mantener el ritmo de crecimiento y, además, constituían una importante fuente de vulnerabilidad cuando las condiciones externas se hacían más adversas.

Dadas las condiciones económicas de los últimos años, en particular del período 2003-2008, justamente anterior a la crisis, existía el riesgo de que se hubiese generado una situación similar. En cambio, como se ha comentado, las vulnerabilidades tradicionales en América Latina se mantuvieron muy contenidas. Una de las razones que permite explicar este cambio es la mejora en la estabilidad macroeconómica, principalmente en el ámbito monetario y de precios, como consecuencia del giro en la orientación de las políticas económicas que tuvo lugar a lo largo de toda la década de los noventa. En este sentido, cabría resaltar como logros clave la ganancia de credibilidad de las políticas monetarias que se derivó de la transición hacia regímenes de objetivos de inflación en muchos países, la adopción de regímenes de tipo de cambio con mayor flexibilidad, la perseverancia en una mayor disciplina fiscal y el esfuerzo por reducir los desequilibrios por moneda, que existían tanto en los pasivos del sector público como del sector privado (*currency mismatches*). Pero otra parte seguramente está relacionada con la aplicación de algunas medidas de política económica, consideradas en el momento como poco convencionales, y de regulación prudencial, que permitieron evitar algunos de los efectos negativos de la fuerte entrada de capitales. El análisis de estas políticas cobra especial relevancia en una situación como la actual, en la que se está produciendo cierto replanteamiento de los objetivos e instrumentos tradicionales de la política monetaria y de su papel en la vigilancia de la estabilidad financiera.

Así, frente a las recomendaciones tradicionales de política económica para mitigar los efectos negativos de la fuerte entrada de capitales (la restricción fiscal y la flexibilización del tipo de cambio), varios países latinoamericanos utilizaron otro tipo de medidas complementarias, en el convencimiento de que las prescripciones tradicionales no eran suficientes —o no suficientemente flexibles— para solucionar problemas inmediatos como una apreciación excesiva del tipo de cambio o un exceso de liquidez en la economía. En este contexto, sin abandonar los regímenes de tipo de cambio flexible y de objetivos de inflación, muchos bancos centrales latinoamericanos optaron durante el período 2003-2008 por acumular reservas, cuando percibieron riesgos de desalineamiento del tipo de cambio respecto a sus fundamentos [véase Berganza y Broto (2010)]. Las intervenciones cambiarias fueron habituales en Argentina y Brasil, en menor medida en Colombia y Perú, y relativamente inusuales en México y Chile, y resultaron especialmente intensas en la primera mitad de 2007, el momento de mayor aceleración de los flujos financieros de corto plazo. En este sentido, aunque no existe un acuerdo unánime en la literatura reciente sobre los efectos de la política de acumulación de reservas, sí podría argumentarse que contribuyó a mitigar la apreciación de los tipos de cambio y, en consecuencia, también el riesgo de una reversión posterior. Además, la acumulación de reservas sirvió para que los bancos centrales dispusieran de amplia liquidez en moneda extranjera durante la crisis, que fue utilizada para mitigar las presiones hacia la depreciación.

En Brasil, Colombia y Perú, se utilizaron, además, controles de capital para desincentivar las entradas de capital a corto plazo. En general, se utilizaron controles basados en precios, pero también se exigieron en algunas ocasiones períodos mínimos de inversión para ciertos flujos

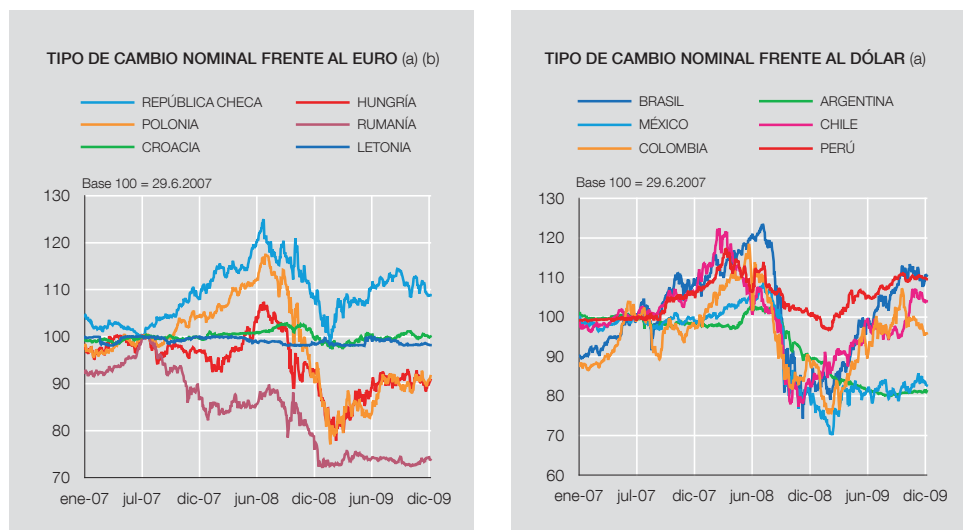
de capital, depósitos obligatorios no remunerados en otros casos, o impuestos sobre transacciones financieras de corto plazo con el exterior. Muchos de estos controles fueron desararticulados durante la crisis, si bien algunos han vuelto a introducirse desde finales de 2009, con la reanudación de las entradas de flujos financieros. La valoración sobre la efectividad de estos controles ha sido, hasta ahora, mixta. En la literatura, se ha criticado este tipo de medidas por su efectividad limitada a períodos de tiempo cortos, o por su ineficiencia. Sin embargo, recientemente parece observarse cierta mayor aceptación de estas medidas en determinadas circunstancias, cuando ya se han agotado otras vías para mitigar los efectos de dichos flujos [Ostry et ál. (2010)].

Finalmente, conviene destacar también la estrecha vigilancia que se produjo en la mayoría de los países sobre el crecimiento del crédito como indicador adelantado de vulnerabilidad financiera, lo que llevó a diversos bancos centrales a utilizar medidas complementarias a los tipos de interés (en particular, la elevación de los coeficientes de caja, por ejemplo, en Perú, Colombia y Brasil, o la introducción de provisiones dinámicas en Perú y Colombia) para mejorar la efectividad de la política monetaria. En varios países, las políticas macroeconómicas y la regulación financiera se orientaron a reducir la dolarización financiera, o al menos a hacer explícitos sus costes para desincentivar el uso del dólar como moneda de financiación e, indirectamente, la exposición al riesgo de tipo de cambio. Se introdujeron coeficientes de caja más altos en moneda extranjera que en moneda local, se aumentaron los requerimientos de capital de los bancos para las posiciones en moneda extranjera, se impusieron límites a la posición en moneda extranjera de los bancos, y se continuó impulsando el desarrollo de mercados de deuda pública en moneda local como elemento clave en la desdolarización financiera.

En Europa del Este, en cambio, el debate de política económica sobre los flujos de capital estuvo fuertemente condicionado en esos años por la adhesión a la Unión Europea. El proceso de adhesión implicaba un ancla muy beneficiosa para estos países, en la medida en que proporcionaba un marco institucional y regulatorio que promovía la convergencia y debía prevenir desviaciones importantes en sus políticas económicas. En cambio, la adhesión significaba también, entre otras consecuencias, el desmantelamiento de todos los controles de capital antes de la fecha de entrada en la Unión Europea, y la puesta en práctica de una serie de cambios institucionales que probablemente impulsaron la entrada de flujos de capital. Por un lado, la creciente integración financiera en Europa, junto con el aumento de la participación extranjera europea en los bancos, impulsó el crédito hacia esta región. Por otro, el elevado volumen de inversión extranjera directa, considerada como una fuente de financiación más estable, y una menor experiencia en la gestión de grandes volúmenes de flujos de capital hicieron que la actitud de política económica fuese en general menos escéptica y menos preventiva sobre el riesgo de una reversión brusca que en América Latina. Aunque algunos países tomaron medidas para contener el crecimiento del crédito, o aplicaron políticas fiscales algo más restrictivas, el resultado fue, en general, temporal y limitado [Von Hagen y Siedschlag (2008)].

### ***El impacto de la crisis y el papel contracíclico de las políticas aplicadas***

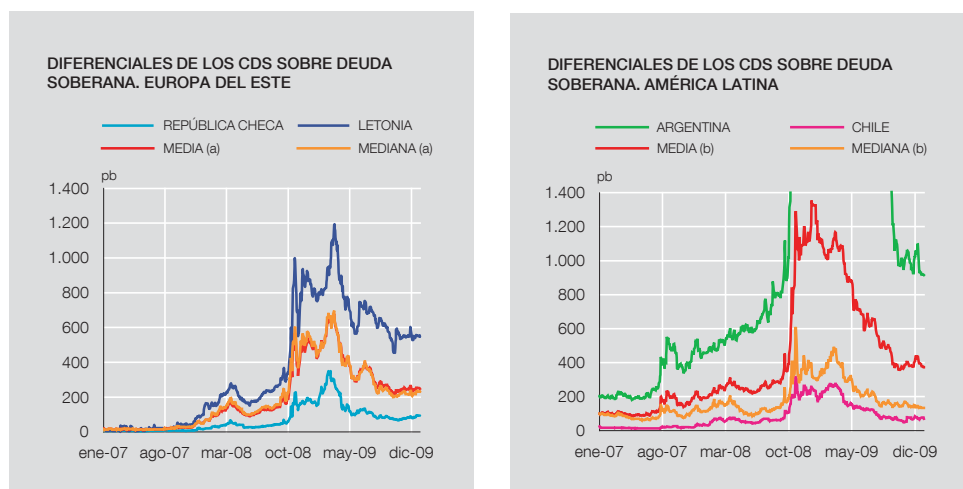
El colapso de Lehman Brothers en septiembre de 2008 significó la extensión de la crisis financiera global a las economías emergentes. En un primer momento, tanto los mercados financieros de América Latina como los de Europa del Este se vieron afectados por la generalización de la aversión al riesgo, con independencia de los perfiles de vulnerabilidad macroeconómica de los países. En dicho contexto de intensa preferencia por la liquidez en dólares, se produjo una brusca (aunque relativamente breve) retracción de los flujos de capitales en las dos regiones, que provocó depreciaciones del orden del 40%-50% en las principales divisas (véase gráfico 5), una ampliación muy significativa de la mayoría de las primas de riesgo soberano (véase gráfico 6).



FUENTES: Datastream, Banco de Austria y Banco de España.

- a. Un incremento del índice significa una apreciación.  
b. Estonia, Lituania y Bulgaria mantienen un tipo de cambio fijo frente al euro.

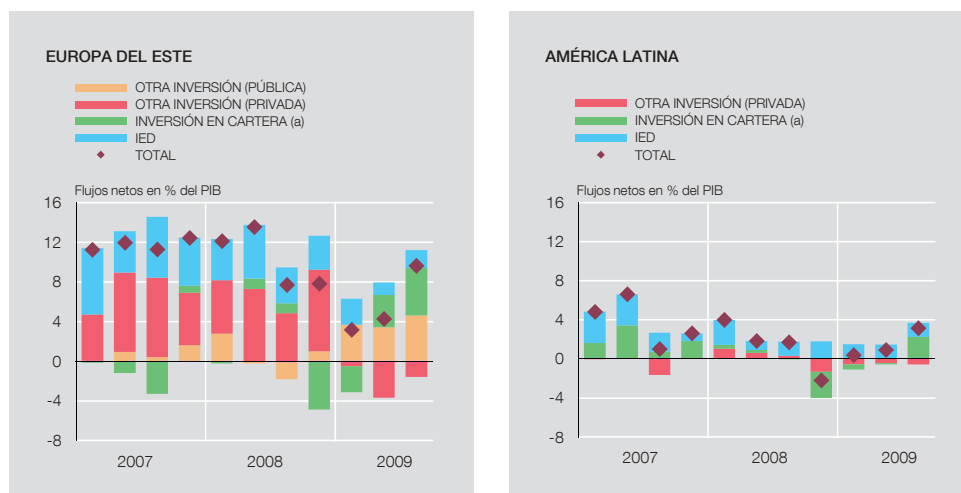
**DIFERENCIALES DE LOS SWAPS DE INCUMPLIMIENTO CREDITICIO  
(CDS, EN INGLÉS)  
Puntos básicos**



FUENTES: Datastream, Banco de Austria y Banco de España.

- a. Europa del Este: Polonia, República Checa, Rumanía, Estonia, Letonia, Lituania, Croacia, Hungría y Bulgaria.  
b. América Latina: Brasil, México, Argentina, Chile, Colombia, Venezuela y Perú.

En la comparación del efecto de la crisis, resulta interesante analizar la distinta evolución seguida por los flujos de capital en las dos regiones. Así, si se observa el comportamiento de los flujos de capital netos a partir de los datos de balanza de pagos, es claro que Europa del Este experimentó un ajuste más profundo de estos flujos durante la crisis (véase gráfico 7). Sin embargo, los datos muestran que los flujos netos se mantuvieron en cifras positivas durante todo el período, aunque se desaceleraron fuertemente desde niveles cercanos al 10% del PIB en los años previos hacia el 4% del PIB en la primera mitad de 2009. En América Latina, los flujos de capital netos, que habían sido sustancialmente más moderados en años previos, se



FUENTES: Eurostat, Banco de Austria y Banco de España.

a. Incluye derivados financieros.

convirtieron en salidas netas de capital durante tres trimestres, a finales de 2008 y comienzos de 2009. Una diferencia clave entre las dos regiones estriba en el hecho de que los flujos de capital a Europa del Este durante la crisis no fueron suficientes para cubrir el déficit corriente a nivel agregado, sobre todo en los países bálticos. Esto explica que en varios países de esta región (Hungría, Rumania y Letonia) fuera necesaria asistencia financiera multilateral y bilateral del FMI (en forma de préstamos *Stand-by*) y de la Unión Europea. No así en América Latina, donde la brecha se cubrió con la venta de reservas internacionales y tan solo algunos países solicitaron líneas de liquidez al FMI (México y Colombia) o a la Reserva Federal (Brasil y México) de manera preventiva.

La descomposición de los flujos de capital también ilustra algunos rasgos interesantes durante la crisis. La inversión extranjera directa, considerada, en general, por la literatura como el flujo de inversión más estable, confirmó este a priori y fue positiva durante el período en las dos regiones, aunque se desaceleró significativamente sobre todo en Europa del Este, donde los flujos habían sido más abundantes en los años previos. En este sentido, puede ser pertinente la conclusión del trabajo de Ostry et ál. (2010), que, al analizar los flujos financieros en el contexto de la crisis, apunta a que algunos flujos de inversión directa, en particular la inversión directa en el sector financiero, pueden ser más volátiles, en la medida en que incorporan flujos como la financiación entre matriz y filial que, por su propia naturaleza, son más parecidos a flujos de deuda que a los de inversión directa. En cambio, ambas regiones se vieron especialmente afectadas por espacio de dos trimestres por la fuerte salida de los flujos de inversión de cartera, el último de 2008 y el primero de 2009, que llegaron a alcanzar cifras negativas del 5% del PIB agregado de Europa del Este y del 4% en América Latina. Igualmente, con cierto retraso, también los flujos de «otra inversión» (que agrupan principalmente a los flujos bancarios) experimentaron cuantiosas salidas desde el primer trimestre de 2009 al tercero en ambas regiones.

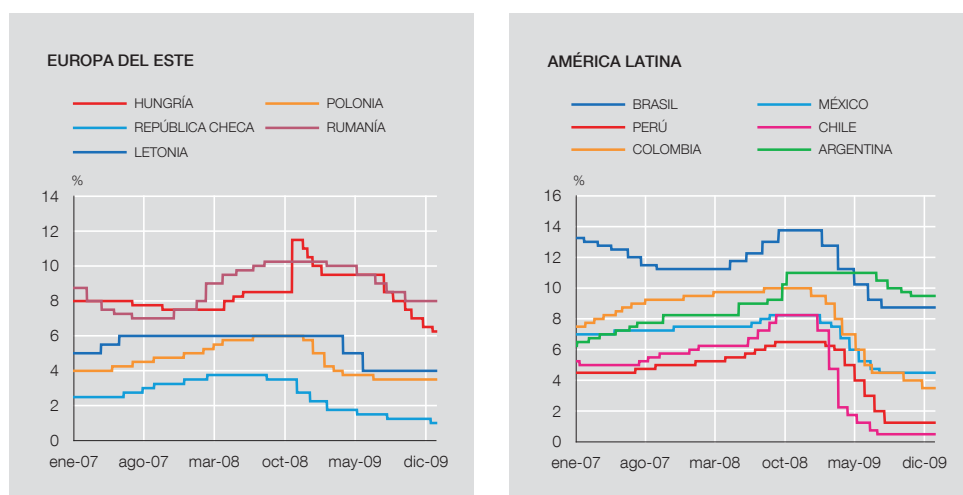
En Europa del Este, hubo dos factores —el apoyo financiero internacional y la iniciativa de coordinación de Viena, por la que los bancos internacionales se comprometieron a mantener su exposición a la región— que resultaron clave en la estabilización de los flujos de capital a partir de comienzos de 2009 y en su posterior normalización, no solo en los países afectados,

sino en el conjunto de la región, lo que apuntaría a un posible efecto catalizador de ambas iniciativas, aunque no exista evidencia directa de ello. En América Latina, este tipo de apoyo no resultó necesario y, de hecho, tan pronto como se constató, tras la reunión del G 20 de marzo de 2009, que se reforzarían los recursos de liquidez prestables, la confianza de los mercados comenzó a recuperarse, evitando el riesgo de un contagio más generalizado. Así, en ambas regiones, los flujos financieros, liderados por los flujos de inversión en cartera, comenzaron a recuperarse desde el primer trimestre de 2009 y volvieron a acercarse progresivamente a los niveles anteriores a la crisis, hacia el tercer trimestre de 2009. Con todo, en Europa del Este la composición de los flujos ha cambiado significativamente, por el mayor peso de los flujos de financiación oficial y las entradas de cartera y, en cambio, menores flujos bancarios y de inversión directa<sup>7</sup>.

En estas circunstancias, cabe destacar que, pese a la situación crítica a la que se llegó a finales de 2008 y comienzos de 2009, el peor escenario de crisis financiera en la región no llegó a materializarse. El impacto sobre la actividad económica vino fundamentalmente a través del canal comercial en ambas regiones, por el desplome del comercio mundial y la caída simultánea de la demanda externa de las principales economías. El efecto fue especialmente intenso en Europa del Este, donde se produjo una caída de la actividad del 4% en 2009, concentrada en la primera mitad del año, como consecuencia de su elevado grado de integración comercial en Europa y su tipo de especialización comercial (manufacturas), aunque, sin duda, la acumulación de desequilibrios financieros también contribuyó a esta evolución. En cambio, el canal de transmisión financiero pudo tener un impacto especialmente importante en determinados países (Estonia y Letonia), en los que, en algunos trimestres, los flujos de salida de capitales bancarios rozaron el 25%-30% del PIB. En América Latina, la recesión, del 2,1% del PIB en 2009, fue la peor en treinta años, pero se concentró en México, como país con mayor integración comercial con Estados Unidos, y no fue tan intensa en el resto de los países, aunque algunos se vieron afectados por el fuerte descenso del precio de las materias primas como uno de los principales canales de transmisión.

En la evolución financiera relativamente favorable de ambas regiones incidieron sin duda las respuestas de política económica nacionales e internacionales, principalmente en el ámbito del aseguramiento de la liquidez, que se aplicaron desde los primeros momentos de la crisis. En cambio, las respuestas de política monetaria y fiscal de carácter contracíclico se retrasaron algunos meses. De hecho, hay que recordar que ambas regiones venían de un ciclo alcista en los tipos de interés (como consecuencia del repunte de la inflación derivado del *shock* de los precios de los alimentos que tuvo lugar entre 2007 y 2008), y que, además, en un primer momento, existieron dudas sobre la capacidad de los países emergentes de financiar políticas fiscales contracíclicas, en una situación de potencial *crowding out*, por el fuerte aumento de las necesidades de financiación de los países industrializados por la crisis. Sin embargo, a partir de finales de 2008, en América Latina comenzó un ciclo de descenso rápido de los tipos de interés oficiales iniciado por Colombia y seguido por el resto de los bancos centrales, que supuso un recorte acumulado de más de 500 pb en el agregado durante 2009, algo inédito en la región (véase gráfico 8). Esta es una diferencia clave en la respuesta de política económica a la crisis en América Latina respecto al pasado, ya que, por primera vez, no se aplicaron políticas monetarias procíclicas durante una crisis, gracias a la mejora de los fundamentos y al menor temor a los efectos negativos de una depreciación cambiaria sobre los precios y los balances. También se tomaron algunas otras medidas para ampliar la liquidez, el recorte de los coeficientes de caja, el alargamiento de los plazos de préstamo de los bancos centrales

7. Esta situación de retorno de los flujos de capital muestra variaciones importantes por países, que se analizan en detalle en un recuadro en el Documento Ocasional.



FUENTE: Bancos Centrales.

o la ampliación de las garantías admitidas como colateral, pero ningún país llegó a una situación de relajación cuantitativa, compra de activos o ampliación de los balances de los bancos centrales como en las economías desarrolladas, y solo en Chile los tipos de interés se situaron cerca de la cota inferior de cero.

En Europa del Este, la respuesta inicial de la política monetaria en algunos países, como Hungría, fue distinta, en la medida en que este país se vio obligado a elevar sus tipos de interés para defender el tipo de cambio. Sin embargo, a medida que la situación en los mercados financieros tendió a estabilizarse, los tipos de interés oficiales pudieron reducirse sustancialmente durante 2009 e incluso 2010. Algunos países de la región mantenían regímenes de tipo de cambio muy rígidos (*currency board* o tipo de cambio fijo), por lo que la política monetaria no pudo gestionarse de forma independiente. En Europa del Este, el apoyo financiero internacional fue mayor y, si cabe, más decisivo. Hungría, Letonia y Rumanía recibieron acuerdos *Stand By* del FMI, orientados a mitigar problemas de corto plazo de balanza de pagos, por importes respectivos del 18%, 32% y 14% del PIB de 2008, mientras que Polonia suscribía una línea de crédito flexible por un importe de en torno al 5% del PIB.

Las respuestas de política fiscal resultan más difíciles de evaluar comparativamente, pero tuvieron, en principio, un carácter más contracíclico en América Latina que en Europa del Este, gracias a una mejor situación fiscal previa a la crisis y a una menor dependencia de la financiación exterior. De hecho, algunas estimaciones apuntan a que los paquetes fiscales aprobados en América Latina estuvieron, por término medio, próximos al 2% del PIB, aunque con una amplia variabilidad por países. Chile y, en menor medida, Perú fueron los países con mayor capacidad de hacer política contracíclica sustancial, por la existencia de reglas fiscales que les permitieron acumular fondos de riqueza soberana y ahorros durante los años de bonanza. En Brasil, en cambio, la respuesta contracíclica vino de la mano del impulso a los recursos de la banca pública, cuya expansión del crédito compensó en buena parte el descenso del crédito otorgado por la banca privada. En cambio, en Europa del Este, solo algunos países estuvieron en situación de aplicar políticas fiscales contracíclicas (Polonia y República Checa, del orden del 1%), mientras que otros (países bálticos, Hungría, Rumanía y Bulgaria) tuvieron que embarcarse en una restricción fiscal para recuperar la confianza de los mercados, lo que indujo un tono procíclico a la política fiscal.

## Conclusiones

La comparación del impacto de la crisis en Europa del Este y América Latina revela que la vulnerabilidad macroeconómica y financiera de ambas regiones era muy distinta al comienzo de la crisis, en 2008. Aunque existían diferencias entre países, en general, la crisis afectó a América Latina en un momento en el que muchas de estas vulnerabilidades se habían reducido sustancialmente, mientras que en Europa del Este había sucedido lo contrario, de acuerdo con los indicadores monetarios, bancarios y del sector exterior analizados. El papel de las políticas económicas preventivas, que se aplicaron en mayor medida en América Latina, resultó fundamental en este sentido. En ambas regiones el canal principal de transmisión de la crisis fue el real, es decir, la caída de la demanda exterior y del comercio internacional, y, en el caso de América Latina, el precio de las materias primas, que resulta tan relevante para esta región exportadora. Sin embargo, inicialmente en Europa del Este también jugó un papel importante el canal de transmisión financiero, dado que la paralización de los mercados financieros internacionales impactó fuertemente en estos países por sus amplias necesidades de financiación exterior. Gracias al apoyo de la liquidez internacional y a las iniciativas de coordinación privadas bancarias, este canal de transmisión se vio en cierto modo desactivado, de forma que, a posteriori, la integración de estos países en las redes bancarias europeas resultó ser un activo frente a la crisis. En América Latina, en cambio, el canal financiero no funcionó de manera tan intensa como en ocasiones anteriores, gracias a la mejora de los fundamentos y a la agilidad de las respuestas de política económica contracíclicas.

Desde marzo de 2009, la situación de los mercados financieros en ambas regiones tendió a estabilizarse, tendencia que se ha prolongado hasta comienzos de 2010, a pesar del aumento de la inestabilidad internacional generada por las dudas sobre la situación fiscal de algunos países europeos, en particular, Grecia. Sin embargo, la crisis ha supuesto una importante pérdida de producto en algunos países, sobre todo de Europa del Este, cuyo crecimiento sigue lastrado por el intenso ajuste en proceso, derivado, principalmente, de la necesidad de absorber los elevados desequilibrios acumulados. En América Latina, las perspectivas a corto plazo se perfilan como más favorables, en la medida en que los desequilibrios acumulados fueron menores, y el marco de políticas aplicado parece haber servido para mitigar el impacto de la crisis global.

Con una perspectiva de largo plazo, el ancla europea ha sido beneficiosa, y continuará siéndolo previsiblemente para las economías de Europa del Este, dado que proporciona un marco institucional que promueve la convergencia. América Latina, en cambio, se ha beneficiado de las mejoras en la calidad de las políticas económicas aplicadas y de la reducción de vulnerabilidades. Sin embargo, dada la ausencia de un marco de convergencia en este caso, el mantenimiento de la estabilidad macroeconómica y las mejoras de productividad, elementos clave en los próximos años, tendrán que venir de la mano de la aplicación de las necesarias reformas estructurales por parte de los diferentes países de la región.

19.5.2010.

## BIBLIOGRAFÍA

- BACKÉ, P., B. ÉGERT y Z. WALKO (2007). «Credit Growth in Central and Eastern Europe Revisited», *Focus on European Economic Integration*, 2/2007, Viena, OeNB, pp. 69-77.
- BERGANZA, J. C., y C. BROTO (2010). *Inflation targeting and exchange rate volatility in emerging countries: Credibility vs. flexibility*, mimeo.
- OSTRY, J., A. R. GHOSH, K. HABERMEIER, M. CHAMON, M. S. QURESHI y D. B. REINHARDT (2010). *Capital Inflows: The Role of Controls*, IMF Staff Position Note, SPN 10/04.
- VON HAGEN, J., e I. SIEDSCHLAG (2008). *Managing Capital Flows: Experiences from Central and Eastern Europe*, ESRI Working Paper 234, marzo.
- ZUMER, T., B. ÉGERT y P. BACKÉ (2009). «Credit Developments in CEE: From Boom to Bust or Back to Balance?», *Slovenian Journal for Money and Banking*, 58 (11), noviembre, pp. 94-101.