

Flujos de capital en nuevos países miembros de la UE: España en los 90 frente al Este de Europa en la actualidad

*Santiago Fernández de Lis y Carlos Maravall **

Tema: ¿Qué lecciones se pueden derivar de la experiencia de España en los 90 y la de los países del Este de Europa en la actualidad en lo referente a flujos de capital?

Resumen: Las salidas de capital y la contracción de la actividad que atraviesan los nuevos Estados miembros de la UE del centro y el este de Europa (NEM) son semejantes a las vividas anteriormente en otros países periféricos de la UE. En concreto, España, país miembro a partir de 1986, registró entradas significativas de capital a finales de la década de 1980 y comienzos de la de 1990, que se vieron rápidamente revertidas al desencadenarse la crisis del Sistema Monetario Europeo (SME). Sin embargo, como se estudia en este ARI, aunque existen varias semejanzas relevantes, las lecciones del caso español son limitadas.

Análisis: La crisis financiera internacional iniciada en el verano de 2007 se ha extendido rápidamente desde el segmento *subprime* de títulos hipotecarios en EEUU al resto del mundo. Los nuevos Estados miembros de la UE del centro y el este de Europa (NEM) se encuentran entre algunas de las economías más afectadas en los primeros meses de 2009 y tres de ellos (Hungría, Letonia y Rumanía) han requerido la ayuda del FMI y la UE. Cabe recordar cómo estos países, ocho de los cuales pasaron a ser miembros de la UE en 2004 y dos (Bulgaria y Rumanía) en 2007, han sido considerados, hasta la crisis, ejemplares en su proceso de convergencia con la UE, al haber registrado elevadas tasas de crecimiento y haber mantenido tasas de inflación relativamente estables. Además, dos de ellos (Eslovaquia y Eslovenia) han sido capaces de cumplir los requisitos más estrictos que exige la adopción del euro (en 2007 y 2009, respectivamente).

Las salidas de capital y la contracción de la actividad que atraviesan estos países son semejantes a las vividas anteriormente en otros países periféricos de la UE. En concreto, España, país miembro a partir de 1986, registró entradas significativas de capital a finales de la década de 1980 y comienzos de la de 1990, que se vieron rápidamente revertidas al desencadenarse la crisis del Sistema Monetario Europeo (SME).

Las similitudes más evidentes entre España entonces y los NEM hoy son: (1) un largo período de entrada de flujos de capital debido, en parte, a la integración en la UE; (2) una notable apreciación del tipo de cambio; (3) un déficit por cuenta corriente muy elevado; y todo ello seguido de (4) un brusco giro de los flujos de capital como consecuencia, parcialmente, de factores exógenos que exacerbaban las vulnerabilidades existentes. Cabe mencionar también cómo, durante el *boom* (en España y los NEM), el crédito,

* Santiago Fernández de Lis, socio y director del Departamento Internacional de Analistas Financieros Internacionales (AFI); Carlos Maravall, economista senior de Analistas Financieros Internacionales (AFI)

particularmente en el segmento hipotecario, y los precios de la vivienda también experimentaron un crecimiento notable.

España: entradas de capital al pasar a formar parte de la UE

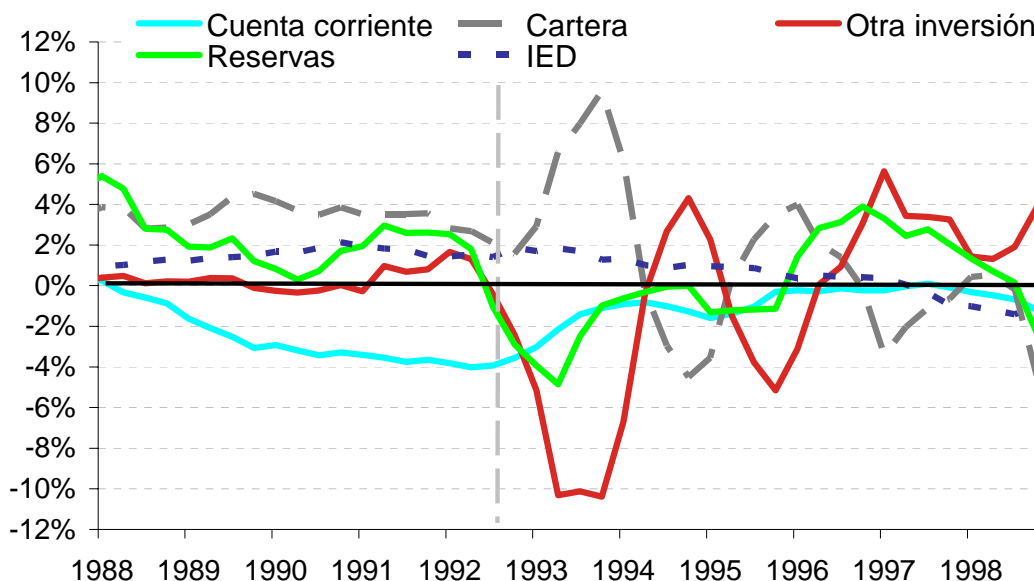
España entró en la UE en 1986 con un diferencial de inflación frente a Alemania de 9 puntos porcentuales. La política fiscal expansiva llevada a cabo durante esos años obligó a que fuese la política monetaria la encargada de reconducir la inflación (de manera que el diferencial se redujo hasta 2 puntos en 1992). El resultado fue un diferencial del tipo de interés nominal entre ambos países que se situó en el rango de 4 a 6 puntos porcentuales durante el fin de la década de 1980. Como consecuencia, la peseta pasó a apreciarse a partir de 1987, hecho que –compaginado con el diferencial de inflación– determinó una rápida apreciación del tipo de cambio real y una ampliación del déficit por cuenta corriente.

Para tratar de limitar la apreciación nominal del tipo de cambio, las autoridades decidieron incorporar la peseta al Sistema Europeo de Tipos de Cambio del Sistema Monetario Europeo (SME) en 1989. Este último se consideraba entonces como una cuasi-uniión monetaria, de manera que los mercados financieros asignaban una probabilidad muy remota a que tuviera lugar un reajuste de las paridades, especialmente durante el período 1987-1992. El diferencial de tipos de interés, unido a la ausencia de expectativas de reajuste, determinaron que la peseta pasase a ser la moneda más fuerte de la horquilla de paridades y se situase en el rango más elevado de la banda de fluctuación durante la mayor parte del período 1989-1992 (una situación conocida entonces como *convergence plays* en los mercados financieros).

Los diferenciales de tipos de interés no fueron, sin embargo, el único factor explicativo de las entradas de capital que tuvieron lugar durante este período. La entrada de inversión extranjera directa relacionada con la integración en la UE también fue muy relevante, con flujos próximos al 2% del PIB por año entre 1988 y 1992, como se puede advertir en el Gráfico 1. Los flujos de inversión en cartera también fueron positivos durante este período y, en conjunto, los flujos de entrada de capital superaron a las necesidades de financiación (déficit por cuenta corriente). Como consecuencia, España experimentó un incremento notable de sus reservas de divisas: en 1992 estas alcanzaron los 54.000 millones de dólares, registro sólo superado por Taiwán en la época.¹

¹ Aunque el nivel parezca bajo en relación a las reservas en moneda extranjera que mantienen hoy en día algunas economías emergentes (particularmente en Asia), en su día eran consideradas excesivas. Por otra parte, su nivel determinaba que los problemas de esterilización fuesen un tema constante de debate en las discusiones de política económica en España y en los países del SME.

Gráfico 1. Balanza de pagos de España, flujo neto acumulado en 12 meses como porcentaje del PIB



Por todo ello, a finales de 1980 y comienzos de 1990, España se encontraba atrapada en un círculo vicioso de elevados diferenciales de tipos de interés, entradas de capital, apreciación del tipo de cambio y pérdida de competitividad, generando un déficit por cuenta corriente que se aproximaba al 5% del PIB al comienzo de 1992. Las autoridades trataron de cortocircuitar este círculo vicioso con diversas medidas administrativas: controles a los flujos de capital en 1987-1991,² límites informales al crecimiento del crédito en 1989-1991 (a través de la disuasión moral) y la liberalización de salidas de capital previa al calendario acordado con la UE.³ Sin embargo, estas medidas fueron poco efectivas dado el grado de desarrollo e integración de los mercados financieros: los agentes encontraron maneras de sortear las restricciones.

Similitudes en la fase de boom económico entre España y los NEM

Merece la pena detallar los elementos análogos entre el *boom* de España previo a 1992 y el que ha tenido lugar en los NEM previo a 2009. Con este objeto, es relevante distinguir entre tres grupos dentro de los NEM: (1) aquellos con un tipo de cambio fijo (Bulgaria y las repúblicas bálticas); (2) aquellos con un tipo de cambio flexible (coincide con las economías de mayor tamaño: Hungría, Polonia, la República Checa y Rumanía); y (3) aquellos que adoptaron el euro (Eslovaquia y Eslovenia):

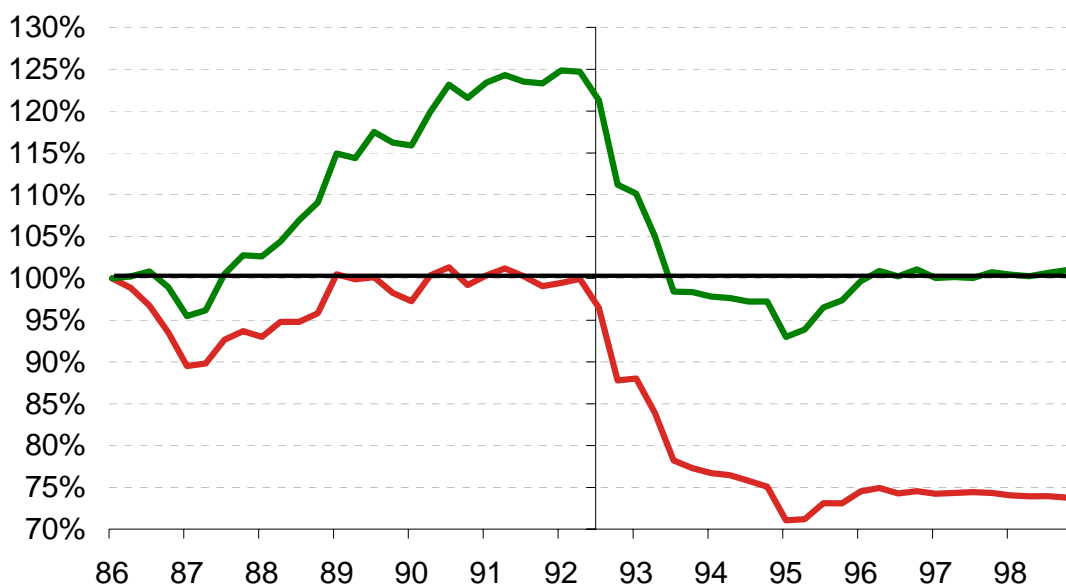
- Como se puede ver en el Gráfico 2, el tipo de cambio real de la peseta española frente al marco alemán se apreció un 30% entre 1987 y 1992. Los NEM con un tipo de cambio fijo que no han pasado a formar parte del euro (los países bálticos y Bulgaria) también han experimentado una apreciación del tipo de cambio real: de entre el 10% y el 45% en el período 2000-2008. Los países con un tipo de

² Se establecieron restricciones sobre depósitos en pesetas a no residentes y en operaciones de crédito en moneda extranjera a las entidades de crédito, así como en operaciones repo de deuda pública con no residentes y con el sector privado exterior.

³ El Tratado de Integración de España en la UE incluía un calendario de desmantelamiento de los controles de capital que concluía a final de 1992. En una primera fase se liberalizaron las entradas de capital y los flujos a largo plazo para abarcar, posteriormente, las salidas de capital y de flujos a corto plazo. Las últimas restricciones se desmantelaron antes de lo previsto, en febrero de 1992, pero después de la crisis del SME se aprobaron restricciones excepcionales a los flujos de salida entre la primera (septiembre de 1992) y la segunda (noviembre de 1992) devaluación de la peseta.

cambio flotante también se han visto afectados por apreciaciones significativas de su tipo de cambio real, de entre el 15% (Polonia) hasta el 45 % (la República Checa) y de aún mayor intensidad en el caso de Rumanía. Por lo general, en países inmersos en un proceso de convergencia, la apreciación del tipo de cambio real puede deberse a los llamados “efectos Balassa-Samuelson”: las ganancias de productividad en el sector de productos comerciables justifican una inflación mayor sin que implique una pérdida de competitividad. Pero aunque los estudios empíricos explican parte de los diferenciales de inflación por estos efectos (tanto en el caso de España como en los NEM), en general muestran que una parte no despreciable se debe a pérdidas de competitividad.

Gráfico 2. Tipo de cambio nominal y real de la peseta de España (base 1986 = 1)



- En lo que se refiere a la estructura de la balanza de pagos, el caso de España previo a 1992 muestra un deterioro notable de la cuenta corriente, entradas estables de IED e inversión en cartera y una acumulación continua de reservas,⁴ tal y como se pone de manifiesto en el Gráfico 1. Los países de los NEM que no se han incorporado al euro comparten una evolución similar de deterioro de su cuenta corriente, entradas de IED e incremento de reservas pero, en vez de registrar entradas de inversión en cartera, han experimentado entradas de “otra inversión”. La diferencia se debe a la presencia de bancos extranjeros en los NEM (particularmente de otros Estados miembros de la UE), frente a su ausencia en España, donde los flujos de inversión ex-IED se dirigieron a comprar deuda pública, en vez de a financiar transacciones entre filiales de bancos extranjeros y sus matrices. En el caso de los países de tipo de cambio flexible, Polonia y la República Checa han compartido un déficit por cuenta corriente (con una tendencia a corregirse en la última), flujos de IED e incrementos moderados de sus reservas (sin entradas considerables de “otra inversión”); Hungría también ha experimentado un déficit por cuenta corriente y entradas de IED, pero también

⁴ Las cifras de balanza de pagos de España para el período 1988-1998 están elaboradas de acuerdo a la metodología previa al Manual 5 del FMI. Para hacerlas homogéneas con los datos de los NEM los flujos de capital “a largo plazo” se han asimilado con inversión en cartera y los flujos de inversión “a corto plazo” con “otra inversión”.

entradas de inversión en cartera y de “otra inversión” (excepto durante el período 2001-2002) y, al contrario que otros países de la región, sin mostrar una acumulación significativa de reservas. Por último, los que han adoptado el euro muestran menores déficit por cuenta corriente y flujos de entrada de capital, sean materializados en IED, en el caso de Eslovaquia, o de “otra inversión”, en el caso de Eslovenia. Ninguno de estos dos países ha experimentado un incremento de sus reservas comparable con el resto de la región.

España en 1992: la crisis del SME y el cambio súbito de los flujos de capital

La crisis del SME fue el resultado de varios factores. La reunificación de Alemania fue un choque asimétrico que condujo a presiones inflacionistas en este país en un momento en el que resto de Europa se enfrentaba a una caída de la actividad. Al mismo tiempo, los países periféricos del SME (España, Italia, Portugal y el Reino Unido) habían acumulado pérdidas de competitividad y sustanciales déficit por cuenta corriente. Éstas habían sido ignoradas por los mercados como consecuencia de la percepción de que el SME era una cuasi-unión monetaria, tras la aprobación del Tratado de Maastricht en 1991. El rechazo del Tratado en el referéndum danés de septiembre de 1992 llevó a una reconsideración de este supuesto.

Como consecuencia, los flujos de capital se revirtieron rápidamente en las economías periféricas del SME. Las divisas de Italia y el Reino Unido abandonaron el SME y las de España y Portugal fueron devaluadas tres veces entre septiembre de 1992 y febrero de 1993. El brusco cambio en la percepción de los inversores en septiembre de 1992 determinó que la peseta española pasase de ser la divisa más fuerte de la parrilla de divisas del SME el 15 de septiembre a ser devaluada al día siguiente (conocido como el “miércoles negro”). Las presiones en los meses siguientes afectaron incluso al franco francés (cuyos fundamentos eran sólidos) y, finalmente, se acordó ampliar la banda de fluctuación permitida bajo el SME en agosto de 1993 desde +2.25% hasta +15% para poner freno a los ataques especulativos.

En este contexto, y prácticamente desde el primer momento, las políticas adoptadas por las autoridades españolas para hacer frente a la crisis fueron pragmáticas: al contrario de otras economías, no hubo intento de revertir el cambio de sentimiento en el mercado a través de subidas de tipos, empleo de reservas para sostener la paridad, etc. La devaluación se aceptó como un hecho inevitable y el tipo de cambio real recuperó su nivel de 1987 tras la cuarta devaluación, que tuvo lugar en 1995 en el contexto de la crisis del peso mexicano y subsiguiente depreciación del dólar de EEUU. Al mismo tiempo, la crisis hizo evidente que la política fiscal adoptada hasta ese momento era insostenible, y su nivel ajustado de ciclo fue corregido desde el -7% (como porcentaje del PIB) en 1992 hasta el -2% en 1998, un ajuste preciso no sólo para restaurar el balance entre la política fiscal y monetaria sino para cumplir los criterios de convergencia de Maastricht para la adopción del euro. Cabe mencionar que parte de los errores en política fiscal llevados a cabo durante este período pueden ser achacados a la infravaloración del componente cíclico fiscal en los últimos años de bonanza, que generaron exceso de complacencia por parte de las autoridades. Cuando la actividad se ralentizó, el deterioro fiscal se hizo evidente.

Principales diferencias entre España en 1992 y los NEM en 2009

Como se pone de manifiesto en los Gráficos 3, 4 y 5, una de las principales diferencias entre la economía española previa a 1992 y los NEM antes de 2009 es el grado de acomodo de la política fiscal. Mientras en España el déficit ajustado de ciclo se incrementó sin interrupción en los años de bonanza hasta alcanzar el 7% del PIB en

1992, los NEM han optado, en términos generales, por la prudencia en su elección de política fiscal. Esta ha sido particularmente evidente en aquellos países con un tipo de cambio fijo, cuyos déficit ajustados de ciclo rara vez han superado el 3% después del año 2003. En el caso de los de tipo de cambio flexible, Hungría ha registrado déficit corregidos de ciclo muy elevados (entre el 7% y el 11% del PIB en el período 2002-2006), mientras que Rumanía ha mostrado un deterioro creciente desde el año 2005.

Gráfico 3. Política fiscal en España

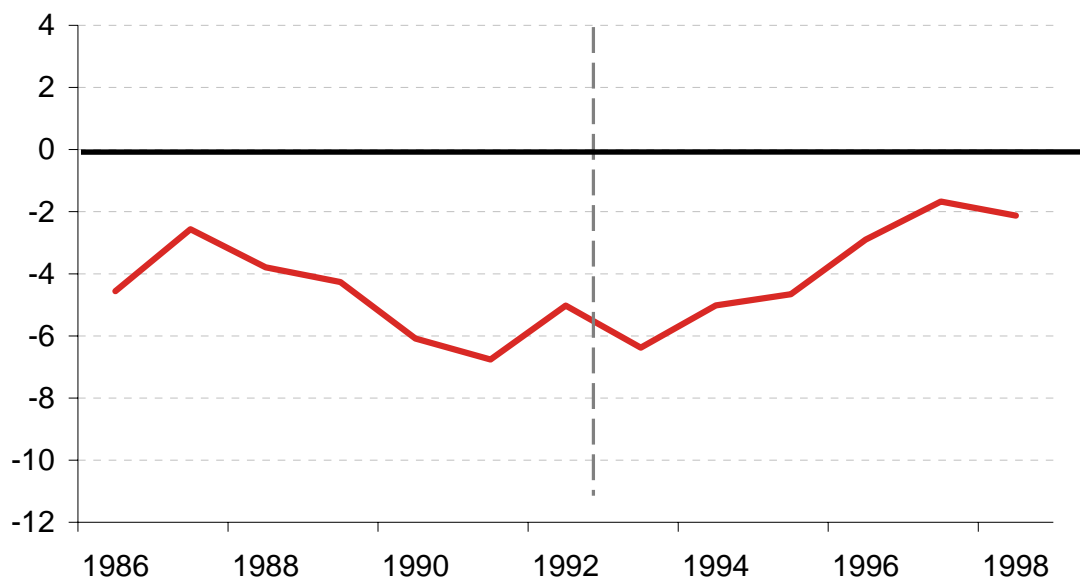


Gráfico 4. Posición fiscal en NEM (como porcentaje del PIB), países de tipo de cambio fijo

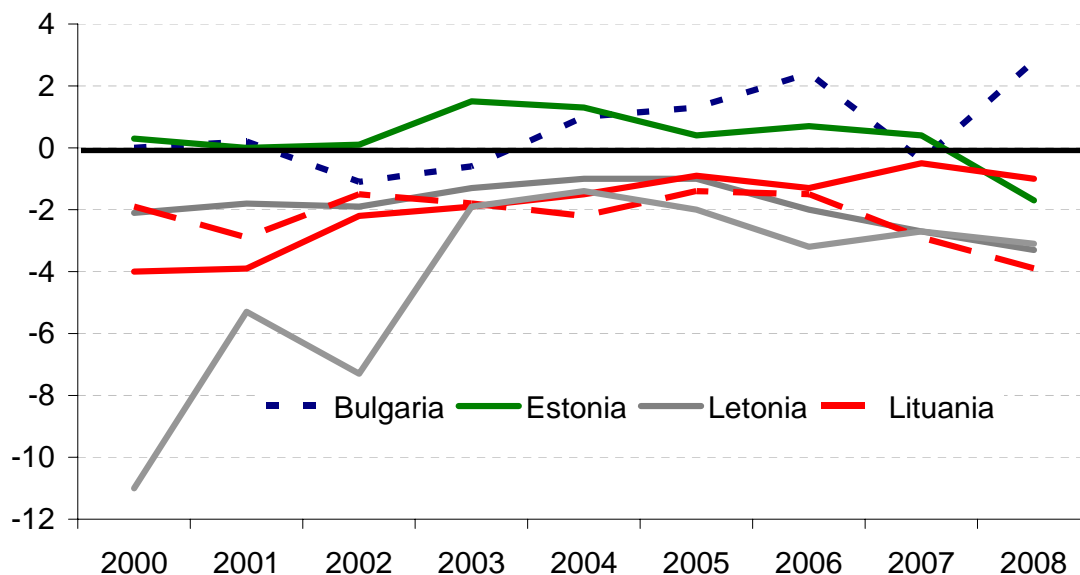
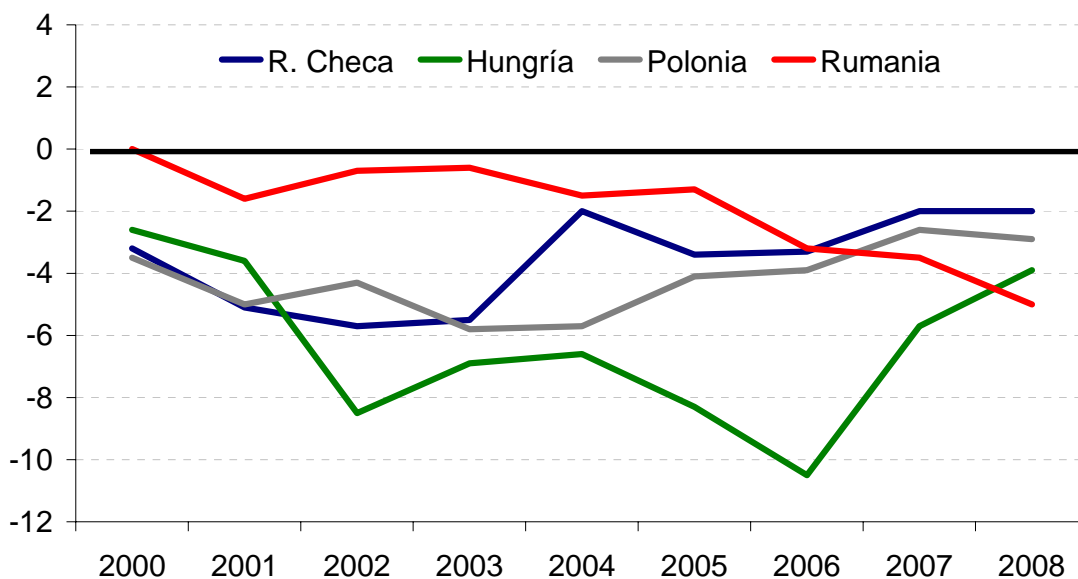


Gráfico 5. Posición fiscal en NEM (como porcentaje del PIB), países de tipo de cambio flexible



Es importante señalar cómo estas diferencias de política fiscal –en un contexto en el que tanto España (entonces) como los NEM (hoy) han estado realizando un esfuerzo por convergir en materia de inflación– se han visto reflejadas en los diferenciales de tipos de interés (véanse los Gráficos 6 a 8). En el caso particular de España, el diferencial frente a Alemania solo se situó puntualmente por debajo de los 3 puntos porcentuales, mientras que en el caso de los NEM el diferencial frente a los tipos del euro rara vez ha excedido los 2 puntos porcentuales y, en algunos casos, ha sido incluso negativo. En el caso particular de los de tipo de cambio flexible, ha sido significativamente mayor en Hungría y Rumanía, países más laxos en materia fiscal.

Gráfico 6. Tipos de interés de referencia a 3m: Alemania y España

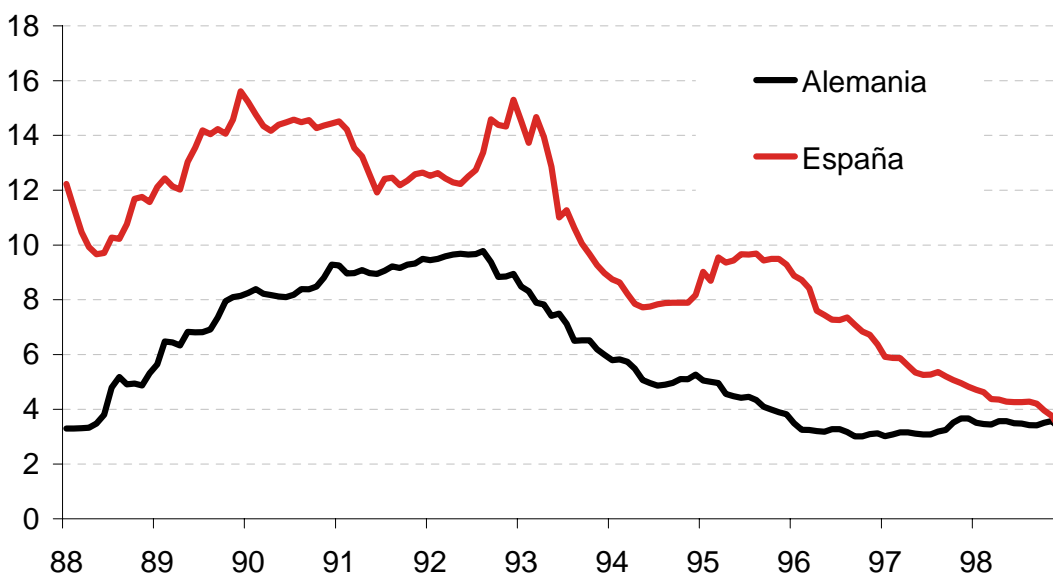


Gráfico 7. Tipos de interés de referencia a 3m: Bulgaria, Estonia, Letonia, Lituania y área euro

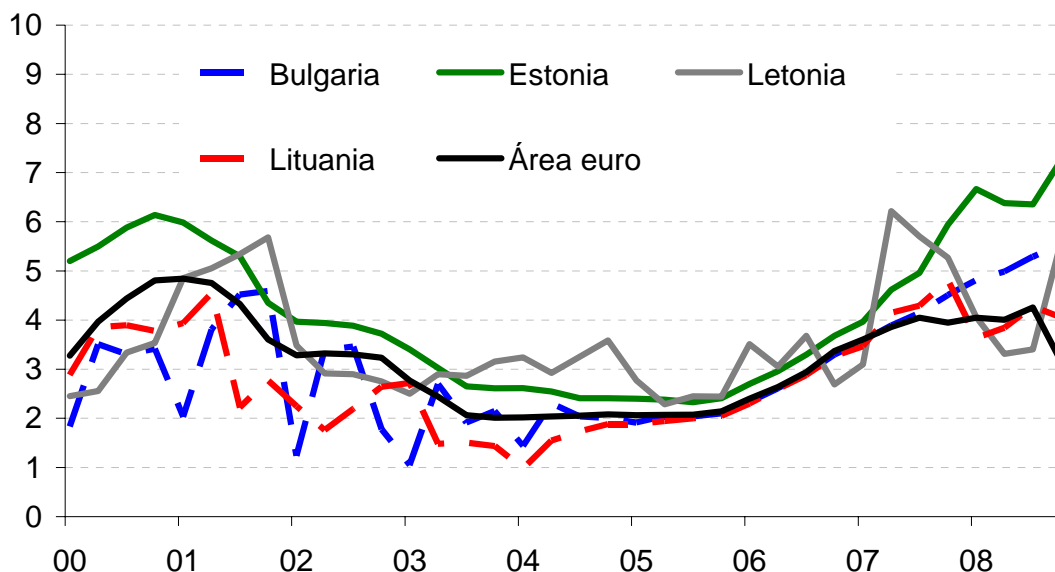
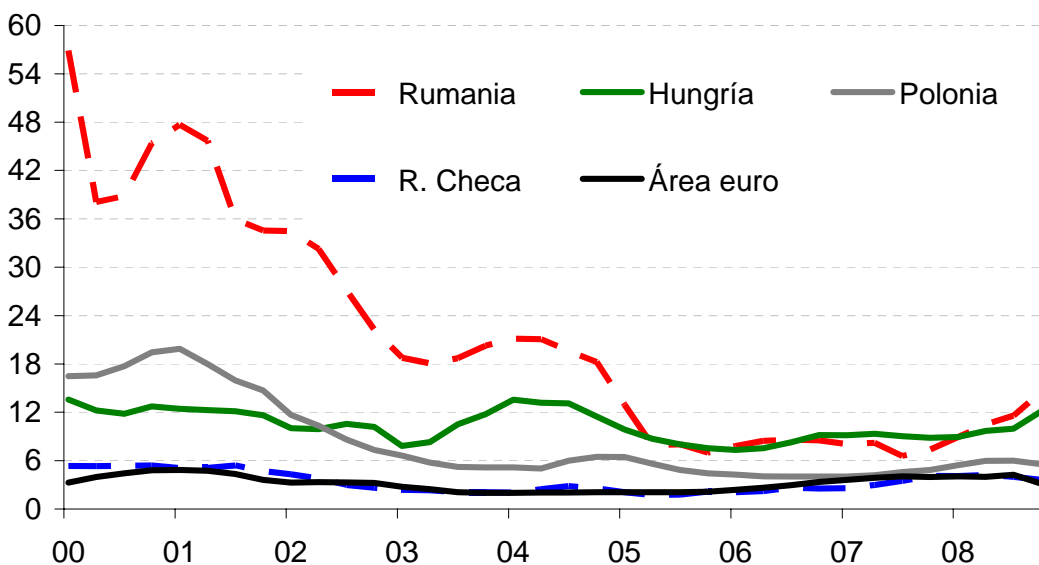


Gráfico 8. Tipos de interés de referencia a 3m: Rumanía, Hungría, Polonia, República Checa y área euro



Otra diferencia relevante entre España en 1992 y los NEM en 2009 reside en los controles de capitales. Como se ha mencionado antes (notas a pie de página 2 y 3), España mantenía algunos controles de capital hasta febrero de 1992 e, incluso, los restringió en mayor medida, en lo que se refiere a las entradas, durante el período de elevada apreciación de su tipo de cambio real entre 1987 y 1991. Cuando la crisis comenzó, España reintrodujo los controles sobre los flujos de capital entre septiembre y noviembre de 1992, para ganar tiempo entre la primera y la segunda devaluación de la peseta. Existe consenso, sin embargo, sobre la casi total ausencia de efectividad de tales controles. Hoy en día, los NEM no tienen controles de capital, aunque pueden hacerlo de acuerdo a la legislación de la UE en caso de que atravesasen graves problemas en su balanza de pagos (artículos 119 y 120 de la UE).

Una característica clave de los NEM es la relevancia que tienen los bancos extranjeros en su sistema financiero. Como se puede observar en la Tabla 1, el porcentaje que representan los bancos de la UE sobre el total en los sistemas financieros de los NEM (excluyendo Eslovenia, un caso aparte al representar tan sólo un 28%), se sitúa entre el 50% de Letonia y hasta el 87% de Estonia. Esta situación contrasta abiertamente con el caso español, donde la implantación de bancos extranjeros ha sido, tradicionalmente, muy baja, nunca excediendo el 10% del sistema. Relacionado con este aspecto, el porcentaje de préstamos en moneda extranjera sobre el total también es significativo en los NEM, mientras que era testimonial en el caso de España en 1992. Como también se puede ver en la Tabla 1, los préstamos denominados en moneda extranjera sobre el total representaban en el año 2008 entre un 5% sobre el total en la República Checa y un 72% en Letonia. El riesgo derivado de tales préstamos en euros, francos suizos o yenes supone una de las principales vulnerabilidades de los NEM frente a un escenario de depreciación significativa de su moneda, dado que los hogares no han contratado seguros de divisa con los que cubrirse frente a tal eventualidad. Por el contrario, este riesgo era prácticamente inexistente en España en 1992.⁵

Tabla 1.

	Activos de filiales o sucursales de bancos extranjeros sobre el total de activos del sistema crediticio (%)	Deuda denominada en moneda extranjera (% del PIB)
Estonia	87,6	70
República Checa	82,7	5
Rumanía	77,3	20
Eslovaquia	76,3	8
Lituania	75,7	31
Bulgaria	75,5	30
Polonia	58,0	10
Hungría	52,7	27
Letonia	50,8	72
Eslovenia	27,9	38

Conclusión: Existen varias semejanzas relevantes entre el auge experimentado por la economía española antes de 1992 y los NEM antes de 2009: notables entradas de capital, déficit por cuenta corriente crecientes, una apreciación del tipo de cambio real y un *boom* crediticio.

El brusco cambio de signo en el flujo de capitales de España en 1992 y en los NEM en 2008 también presenta elementos análogos: aunque el detonante fue parcialmente exógeno y relacionado con una crisis internacional, en ambos casos puso de manifiesto los desequilibrios y vulnerabilidades acumuladas tras un período de excesos. Además, mientras la mayor parte de los flujos de capital fueron IED en el período inicial, éstos pasaron a ser en cartera, en el caso de España, y “otra inversión”, en el caso de los NEM, en el punto álgido del *boom* previo a la crisis.

Existen también, sin embargo, notables diferencias:

- (1) A favor de los NEM está la prudencia adoptada por sus políticas fiscales, en comparación con España antes de 1992, con la excepción de Hungría y Rumanía. Como consecuencia, las políticas monetaria y fiscal de los NEM no han sido, por lo

⁵ En España sólo una parte muy limitada del total de préstamos antes de 1992 estaba denominado en ECU, la cesta de divisas del SME. En el caso de Italia, sin embargo, el porcentaje era mayor cuando tuvo lugar la devaluación de la lira.

general, discordes. Los flujos de entrada de capital no han estado tan vinculados al diferencial de tipos de interés frente a la moneda de referencia.

- (2) En contra de los NEM está el hecho de que una parte no despreciable de los préstamos han sido concedidos en moneda extranjera –una característica no presente en el caso español–, lo que confiere una especial relevancia a la vulnerabilidad que puede representar para estas economías una devaluación o una depreciación de sus divisas.

En lo que se refiere al régimen de tipo de cambio, en el caso de España en 1992, la crisis del SME implicó que lo que antes fuera visto como un tipo de cambio semi-fijo pasase a perder toda credibilidad y tuviese efectos notablemente perjudiciales para la economía. En el caso de los NEM, está claro cuáles son los regímenes de cambio vigentes y, por ello, están menos expuestos a cambios en el sentimiento de mercado, al estar polarizados sus regímenes entre tipos de cambio fijo y flexible. La situación de España tras 1992 acabó siendo similar a la que tienen hoy los NEM con un tipo de cambio flotante. Por otra parte, las condiciones y expectativas de entrada en el euro también son más transparentes hoy de lo que lo eran en 1992 (dado que, para empezar, el euro ya está en circulación).

Otra diferencia radica en la naturaleza del SME-I frente al SME-II: en el antiguo SME había un compromiso de intervención ilimitada por parte de los bancos centrales para sostener las divisas en los márgenes de fluctuación, de manera que el sistema estaba, teóricamente, más anclado. Sin embargo, en la práctica, en septiembre de 1992 el Bundesbank dejó claro que no estaba dispuesto a sostener incondicionalmente otras divisas (con la excepción, quizá, del franco francés), hecho que contribuyó a un cambio en la percepción de los mercados que debilitó la credibilidad de las paridades. Las reglas del SME-II son más claras, en el sentido de que el apoyo por parte del BCE es siempre condicional y voluntario.

Las lecciones del caso español son, por todo ello, limitadas. Quizá la más relevante, desde el punto de vista de las políticas a adoptar, es que cuando el ajuste del tipo de cambio se hace inevitable, lo mejor es aceptarlo abiertamente y adoptar las políticas que sean precisas para restablecer los desequilibrios que han generado el problema. Cabe recordar que las devaluaciones llevadas a cabo entre 1992 y 1995 en España tuvieron su aspecto positivo: generaron una contracción notable de la actividad (aunque fue temporal), pero, al mismo tiempo, permitieron a España pasar a pertenecer al euro con un tipo de cambio holgado.

Santiago Fernández de Lis
Socio y director del Departamento Internacional de Analistas Financieros Internacionales (AFI)

Carlos Maravall
Economista senior de Analistas Financieros Internacionales (AFI)