

## EUROPA EMERGENTE

## Análisis del ciclo económico de la Europa emergente

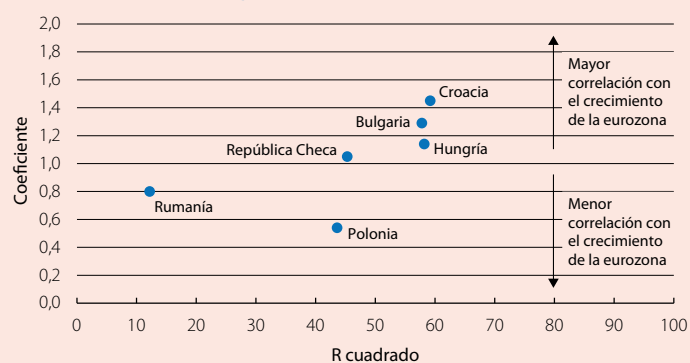
Europa del Este (EE) crece con fuerza. Así lo muestran los datos de crecimiento del PIB, que han arrojado tasas en los últimos trimestres que hacía años que no se experimentaban en estos países (véase el primer gráfico). Ello ha levantado alguna ceja. ¿Es sostenible este ritmo de crecimiento? En este artículo indagaremos sobre los factores que hay detrás del empuje económico de la Europa emergente. Veremos que, si bien el auge económico está íntimamente ligado a la pujanza económica de la UE, también hay factores idiosincráticos de relieve.

El análisis del ciclo actual de las economías de EE se puede separar en dos partes. Por un lado, EE se caracteriza por ser un área con un elevado grado de apertura comercial cuyo mayor socio es la UE, quien captura alrededor del 75% del total de sus exportaciones.<sup>1</sup> Así, en la medida en que la actividad en la UE ha ganado tracción, ello ha tirado de las exportaciones de EE. Otro factor clave que ha contribuido a un mayor crecimiento de EE es la recepción de los fondos estructurales por parte de la UE.<sup>2</sup>

Sin embargo, la UE no explica la totalidad del ciclo económico de la Europa emergente. Muestra de ello es la relación entre el crecimiento del PIB de cada una de las economías de EE con la de la eurozona.<sup>3</sup> Tal y como se puede ver en el segundo gráfico, si bien en general la relación entre el PIB de cada economía de EE con la de la eurozona es de uno a uno (1 p. p. más de crecimiento del PIB en la eurozona se asocia con 1 p. p. más de crecimiento en cada país de EE<sup>4</sup>), la varianza explicada por el PIB de la eurozona apenas alcanza en promedio el 50% de la varianza total.

Así, ¿qué otros factores explican el ciclo de EE? En la coyuntura actual destacan dos: la política fiscal y la política monetaria. Por el lado de la política fiscal, los gobiernos del área han adoptado una postura claramente expansiva desde 2015 (véase el tercer gráfico). Ello, tal y como se trata con más detalle en el artículo «Riesgo político en la Europa emergente: ¿hasta qué punto debemos preocuparnos?», de este mismo Dossier, se puede explicar, al menos en parte, por el auge de políticas de

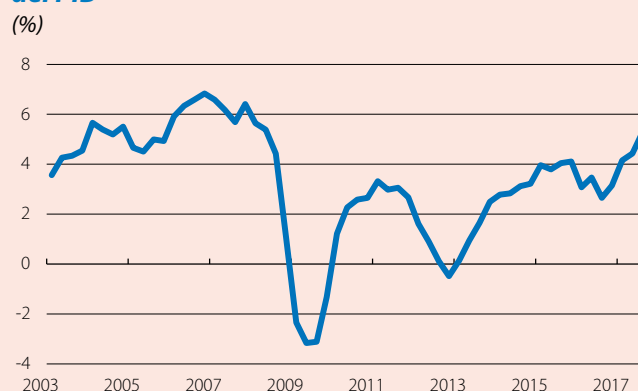
## Grado de asociación del crecimiento de la Europa emergente con la eurozona \*



**Nota:** Se estima, para cada país de la EE, la siguiente ecuación por mínimos cuadrados ordinarios:  $Y_{EE} = \alpha + \beta Y_{EZ}$ , donde  $Y_{EE}$  es el crecimiento del PIB de cada país de EE y  $Y_{EZ}$  el crecimiento del PIB de la eurozona. En el eje vertical mostramos los coeficientes  $\beta$  estimados y en el eje horizontal el R cuadrado. El R cuadrado mide el porcentaje de la varianza total observada explicada por la variable explicativa, es decir, el crecimiento del PIB de la eurozona.

**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat.

## Europa emergente: crecimiento ponderado del PIB \*



**Nota:** \* Europa emergente incluye Polonia, Hungría, República Checa, Rumanía, Bulgaria y Eslovaquia. Ponderación por PIB de cada país.

**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat.

corde populista que se vienen aplicando sobre todo en Polonia y Hungría. Los planes anunciados por los respectivos gobiernos hasta el momento hacen pensar que esta tendencia se mantendrá en los próximos años.

Por el lado de la política monetaria, el tipo de interés de referencia en la mayoría de países de EE se sitúa en mínimos históricos, apoyando así el crecimiento de la demanda.<sup>5</sup> Sin embargo, en la coyuntura actual de fuerte crecimiento de la actividad, de los salarios y del tono expansivo de la política fiscal, si bien es verdad que la tasa de inflación se mantiene alrededor del objetivo de las autoridades monetarias, es probable que suba de forma más rápida de lo esperado.<sup>6</sup> Ello podría llevar a las autoridades monetarias a tener que subir tipos de forma más rápida de lo que se ha anunciado hasta el momento para evitar que sus economías se calienten en exceso. Muestra de que la política monetaria puede ser demasiado acomodaticia en el contexto actual, valga la comparación del tipo de referencia de cada país con el tipo

1. En el 2016, en un promedio ponderado por el PIB, las economías de Polonia, Hungría, República Checa, Rumanía, Bulgaria y Eslovaquia mostraron una ratio de la suma de importaciones y exportaciones sobre el PIB 34,4 p. p. por encima de la ratio de la eurozona.

2. Referimos al lector interesado sobre la cuestión de los fondos estructurales destinados a EE al artículo «Los dividendos de la integración de la Europa emergente en la UE» de este mismo Informe Mensual.

3. Usamos el agregado de la eurozona en lugar del de la UE puesto que la UE incluye los países de EE.

4. Polonia es la mayor excepción, lo cual es de esperar dado el peso de su mercado interior.

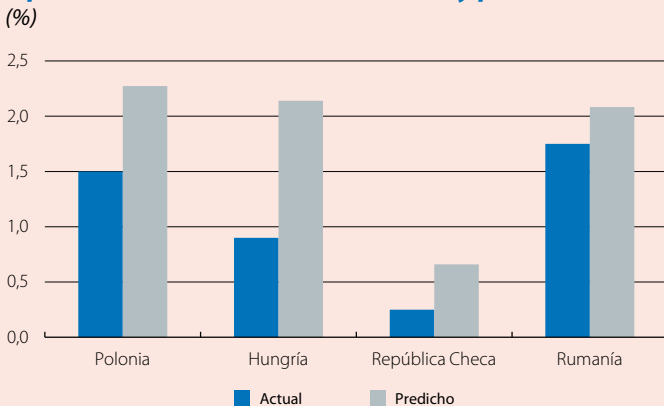
predicho por una sencilla regla de Taylor. Tal y como se puede ver en el cuarto gráfico, en todos los casos, el tipo predicho es más elevado que el tipo real.<sup>7</sup>

Así, cabe esperar que EE mantenga un fuerte ritmo de crecimiento en los próximos trimestres en la medida en que los factores mencionados anteriormente continuarán apoyando la actividad, aunque el crecimiento será algo más moderado en el caso de que las autoridades monetarias empiecen a retirar el actual grado de estímulo.

Más allá del análisis a corto plazo, cabe preguntarse hasta qué punto el buen momento que atraviesa la región se podrá mantener a medio y largo plazo. Un primer análisis de cómo se está desarrollando la actual fase expansiva invita al optimismo ya que, tal y como se discute en el artículo «Europa emergente: crecimiento con menos riesgos» de este mismo Dossier, los países de EE están siendo capaces de mantener un elevado ritmo de avance sin acumular desequilibrios macroeconómicos.

Sin embargo, los retos que tiene la región siguen siendo importantes. Entre ellos, destaca el encaje de EE en la UE. Esta temática se aborda en el artículo «Los dividendos de la integración de la Europa emergente en la UE» de este Dossier, cuya principal tesis es que la integración de EE en la UE ha sido muy beneficiosa para EE, aunque este impulso ha empezado a perder fuerza. Revertir esta tendencia dependerá en no poca medida del grado de compromiso que adquieran los países del área en el proyecto de construcción europeo. Por el contrario, existe el riesgo de una deriva populista en países tales como Polonia y Hungría,

#### Tipo de interés de referencia: actual y predicho \*



**Nota:** \* El tipo predicho se calcula mediante una regresión del tipo de interés de referencia sobre el mismo tipo un periodo atrás, el diferencial del crecimiento del PIB y su promedio histórico y el mismo diferencial sobre la inflación. La regresión se estima sobre datos que llegan hasta el 2016. La comparativa se hace sobre el valor del 3T 2017.

**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de Datastream.

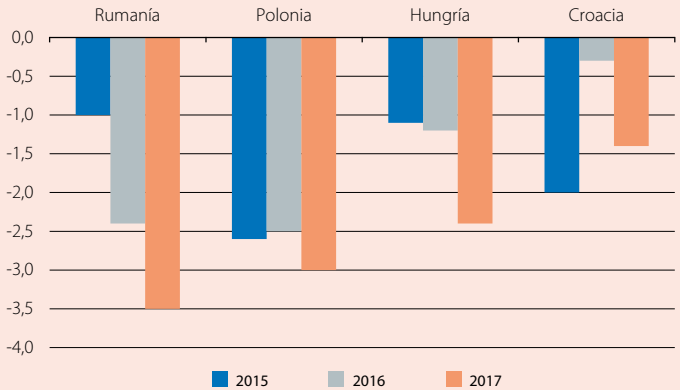
probable que la presión para que EE realice un cambio de modelo productivo vaya en aumento, y que pase de un modelo que todavía es muy dependiente de la mano de obra barata, a uno de mayor valor añadido. El reto no es nuevo, pero ¿hay alguna región emergente mejor preparada para llevarlo a cabo?

Oriol Carreras Baquer

Departamento de Macroeconomía, Área de Planificación Estratégica y Estudios, CaixaBank

#### Déficit ajustado por el ciclo \*

(% del PIB potencial)



**Nota:** \* El déficit ajustado por el ciclo es una medida que elimina los factores cíclicos del cómputo del déficit (por ejemplo, se corrige por el hecho de que los gastos por subsidios de desempleo son más altos en una recesión que en una expansión).

**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos del FMI.

que puede, a la larga, desembocar en un clima menos favorable para la inversión, tanto nacional como internacional. Sin embargo, tal y como se trata en el artículo «Riesgo político en Europa emergente: ¿hasta qué punto debemos preocuparnos?» antes mencionado, veremos que los riesgos relacionados con el auge de las democracias iliberales permanecen contenidos, por el momento.

No obstante, el mayor reto proviene del modelo productivo. Durante el periodo previo a la crisis financiera, un porcentaje significativo del crecimiento económico se explicó por la mejora de la productividad total de los factores (PTF), en gran medida, gracias a la integración de EE en la economía global y, especialmente, en los países de la eurozona. Desafortunadamente, esta fuente de crecimiento, poco a poco, se irá agotando. De hecho, desde el 2009, la contribución de la PTF al crecimiento ha caído notablemente en favor de una mayor contribución por parte de la acumulación de capital.<sup>8</sup> En la medida que el crecimiento sustentado por una acumulación de factores de producción tiene un alcance limitado, es muy

5. Los bancos centrales de Polonia, República Checa y Hungría permiten que el tipo de cambio fluctúe libremente en el mercado. Cabe destacar el caso de la República Checa que entre 2013 y abril de 2017 mantuvo el compromiso de mantener la corona a un tipo de cambio mínimo de 27 coronas por euro. Tal medida se hizo efectiva para combatir el riesgo de deflación y se abandonó cuando el banco central consideró que los riesgos habían desaparecido.

6. En el 3T 2017, los salarios crecieron un 5% interanual en Polonia, un 7% en la República Checa, un 12,5% en Hungría y un 15,6% en Rumanía.

7. La regla de Taylor usada en este artículo relaciona el tipo de interés de referencia con la misma variable retrasada un trimestre, la diferencia entre la inflación y el promedio histórico de la inflación y la diferencia entre el crecimiento del PIB y su promedio histórico.

8. La PTF ha pasado de explicar aproximadamente el 60% del crecimiento durante el periodo entre 1998 y 2008, a poco menos del 40% entre 2009 y 2016. Para estos cálculos se ha asumido una función de producción con dos factores productivos: capital y trabajo. Además, las contribuciones se han calculado asumiendo que el porcentaje de la retribución del capital sobre el total de la renta de los países es del 40%.