

Europa emergente: crecimiento con menos riesgos

Desde 2014, los países de la Europa emergente¹ han encadenado varios años de crecimiento sólido, con un ritmo de avance del PIB por encima del 3% anual en promedio. Para 2018, las perspectivas siguen siendo muy positivas: el consenso de analistas y las principales instituciones internacionales prevén que el crecimiento en la región siga siendo robusto. En este contexto, y dado que, en ciclos expansivos anteriores, especialmente en el periodo previo a la crisis financiera global, el crecimiento de la región estuvo acompañado de una acumulación de desequilibrios macroeconómicos, tales como un fuerte aumento del endeudamiento privado o un importante deterioro de la posición exterior, cabe preguntarse si se están volviendo a generar vulnerabilidades. Para responder a ello, revisamos la evolución reciente de los principales desequilibrios de naturaleza macrofinanciera que estaban presentes en la región en 2008.

En primer lugar, es preciso apuntar que el crecimiento económico de estos últimos años no se ha apoyado en un aumento del endeudamiento privado. Todo lo contrario, las ratios de apalancamiento del sector privado en la mayoría de países de la región han disminuido. Como muestra el primer gráfico, la deuda empresarial se ha reducido en 5,4 p. p. en promedio hasta alcanzar el 63,7% del PIB en 2017, mientras que la deuda de los hogares se ha reducido en 1,2 p. p. en promedio hasta situarse en el 29,0% del PIB, unos niveles muy por debajo de la media de la eurozona² y del umbral fijado por la Comisión Europea en su Procedimiento de Desequilibrios Macroeconómicos (PDM).³ No obstante, la deuda privada sigue siendo relativamente elevada en Croacia (cerca del 130% del PIB) y Bulgaria (117% del PIB), y ha aumentado sustancialmente en Eslovaquia,⁴ aunque desde niveles relativamente bajos.

Asimismo, el crédito bancario, tanto empresarial como a hogares, ha empezado a recuperarse y, en general, avanza a un ritmo moderado, por debajo del crecimiento nominal del PIB. Además, el crédito está cada vez más denominado en moneda local, a diferencia del periodo anterior a la crisis financiera, cuando una parte importante estaba denominado en moneda extranjera. Concretamente, los préstamos a hogares denominados en moneda local representan cerca del 82% del total, frente al 61% en 2013, mientras que los préstamos a empresas no financieras denominados en moneda local han aumentado ligeramente hasta el 63% del total (57% en 2013). Sin embargo, hay algunos países que presentan dinámicas que cabe monitorizar. En Eslovaquia y en la República Checa, por ejemplo, el ritmo de crecimiento del crédito está siendo más pronunciado, con avances del 10% interanual. Por otro lado, en Croacia, Polonia y Rumanía, una parte importante del crédito sigue estando denominado en moneda extranjera, lo que les hace vulnerables a depreciaciones de su moneda.

En segundo lugar, la posición exterior de estos países, que suponía una fuente importante de vulnerabilidad antes de la crisis financiera global, ha mejorado significativamente en los últimos años, y la región está en mejores condiciones de afrontar cambios en las condiciones financieras globales. Concretamente, en los últimos cuatro años, la posición de inversión internacional

Europa emergente: deuda privada bruta



Nota: * E. E. se refiere al promedio de países de la Europa emergente analizados (Croacia, Bulgaria, Hungría, República Checa, Eslovaquia, Polonia y Rumanía). **Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat.

- 1. Bulgaria, Eslovaquia, Hungría, Polonia, República Checa y Rumanía.
- 2. Del 161,2% del PIB en total (empresas y hogares), según datos de Eurostat para el 1T 2017.
- 3. Del 133% del PIB para el total de deuda privada.
- 4. En 28,7 p. p. de PIB entre 1T 2013 y 1T 2017.
- 5. Las obligaciones externas representan alrededor del 100% del PIB en promedio.
- 6. IMF (2017), «Regional Economic Issues: Central, Eastern and Southeastern Europe».

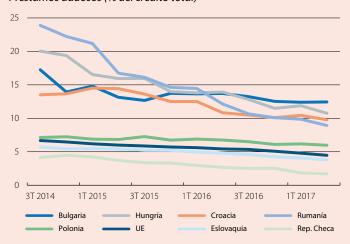
ENERO 2018 CaixaBank Research

neta (PIIN) ha mejorado en 18,1 p. p. hasta situarse alrededor del –53,2% del PIB en 2017, aunque se mantiene por encima del umbral de vulnerabilidad de la Comisión Europea (–35% del PIB). Además, la composición de las obligaciones externas de estos países⁵ es un factor atenuante, dado que la mayor parte de estas se deben a inversión directa y préstamos entre empresas, que son generalmente más estables.⁶ Asimismo, los saldos de la balanza por cuenta corriente han mejorado considerablemente. De hecho, la mayoría de países han corregido sus elevados déficits corrientes, que alcanzaron el 9,7% del PIB en promedio en 2007, por superávits, lo que favorece la mejora de la posición deudora si estos son sostenidos en el tiempo. Por último, las reservas internacionales, uno de los amortiguadores frente a crisis externas, se sitúan dentro de los niveles considerados seguros por el FMI.

Por su parte, el sector bancario se encuentra en una posición más sólida para seguir apoyando el crecimiento de la región. En general, el sector goza de unos niveles de capitalización

Europa emergente: tasa de morosidad

Préstamos dudosos (% del crédito total)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del EBA Quarterly Dashboard.

elevados, con unas ratios de capital CET1 *fully loaded* por encima de la media europea (14,0%), y de unas tasas de cobertura⁷ que se sitúan en niveles de confort, por encima del 60% en promedio. Además, los niveles de rentabilidad son relativamente elevados (el ROE promedio es del 13%, comparado con el 7,0% en la UE) aunque se han visto afectados por factores que influyen en el conjunto de la banca europea, como el entorno de bajos tipos de interés y el aumento de la presión regulatoria.

Asimismo, en los últimos años se han hecho esfuerzos para avanzar en el saneamiento de los balances de los bancos. Gracias a la venta de carteras de préstamos dudosos, a la conversión de créditos denominados en moneda extranjera (con mayor probabilidad de impago) a moneda local y al mejor contexto económico, la calidad de los activos ha mejorado considerablemente. En particular, la tasa de morosidad promedio se ha reducido del 13,1% del *stock* de crédito en 2014 al 7,6% en 2017, aunque en algunos países, como Bulgaria o Hungría, la cartera de préstamos dudosos continúa siendo elevada (véase el segundo gráfico). En este sentido, un informe reciente de la Vienna Initiative⁸ apunta a que en algunos países aún existen elementos que dificultan la resolución y venta de este tipo de préstamos, y que mejoras en el marco regulatorio, tales como la agilización de procedimientos concursales y de adjudicación de activos, podrían contribuir a profundizar el mercado secundario de activos dudosos.

No obstante, persisten algunos focos de vulnerabilidad. En los últimos años, políticas como la introducción de tasas sobre activos bancarios en Hungría y Polonia y los programas de conversión forzosa de hipotecas denominadas en francos suizos en Hungría y Croacia⁹ han incidido fuertemente sobre el sector bancario, erosionando la rentabilidad y afectando negativamente la actividad crediticia. Aunque parte de este riesgo ha disminuido recientemente, ¹⁰ la dimensión política todavía genera interrogantes en algunos países. Por ejemplo, en Polonia aún se tiene que concretar la forma que tomará el plan de conversión de hipotecas denominadas en moneda extranjera a eslotis. Aunque las propuestas iniciales, que conllevaban importantes costes para la banca, parecen haberse desechado, la incertidumbre sigue siendo elevada. Por otro lado, en Hungría, Rumanía y Polonia, la correlación entre riesgo soberano y bancario es cada vez mayor, dado que las tenencias de deuda pública por parte de los bancos domésticos han aumentado y se sitúan por encima del 15% del total de activos bancarios.

En definitiva, la mejora del cuadro macroeconómico en la región ha ido acompañada de una reducción de los desequilibrios macrofinancieros, si bien se mantienen algunos focos de vulnerabilidad que cabe monitorizar.

Roser Ferrer

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

ENERO 2018 CaixaBank Research

^{7.} Provisiones sobre el total de activos dudosos.

^{8.} Iniciativa público-privada creada en 2009 que busca salvaguardar la estabilidad financiera de los países de la Europa emergente.

^{9.} En el periodo previo a la crisis, muchos consumidores en la región, atraídos por los bajos tipos de interés en Suiza en relación con sus países de origen, contrataron préstamos denominados en francos suizos. No obstante, con la crisis financiera global, y posteriormente con el abandono por parte del Banco Nacional de Suiza del tipo de cambio fijo con el euro, el franco suizo se apreció considerablemente con relación a las monedas de estos países, y los costes de servir la deuda aumentaron sustancialmente.

^{10.} En Hungría, el Gobierno firmó en 2015 un acuerdo con el Banco Europeo de Reconstrucción y Desarrollo (EBRD, por sus siglas en inglés) en el que se comprometía a, entre otros, promover un marco estable y predecible para fomentar la estabilidad macroeconómica, reducir paulatinamente la tasa bancaria e implementar medidas para reducir la cartera de préstamos dudosos. En Rumanía, los riesgos han disminuido por ahora gracias a las sentencias del Tribunal Constitucional en contra de la ley de conversión de hipotecas denominadas en francos suizos y de parte de la ley de reembolso de la deuda (que permitía al hipotecado deshacerse de sus deudas sin penalización al ceder el activo hipotecado al banco).