

ECONOMÍA
INTERNACIONAL

Nº 478, 24 de Abril de 2009

AL INSTANTE

Europa emergente: El Complejo Panorama Económico de Europa Oriental

Un escenario económico en el que se observan tipos de cambio que se desploman, crecientes déficit de cuenta corriente, una deuda en moneda extranjera excesiva y todo esto en el contexto de una recesión global, parece describir la situación que vivieron en el pasado muchas de las economías latinoamericanas.

Sin embargo, tales circunstancias son precisamente las que definen la situación económica actual de Europa Oriental. Muchos de los países de esta región entraron a la Unión Europea en los últimos años, por lo que los problemas que presentan son también muy preocupantes para los países de Europa Occidental. Naciones como Polonia o República Checa, han experimentado altas tasas de crecimiento en los últimos años, impulsados por una fuerte inversión extranjera, un cambio en los hábitos de consumo de sus habitantes y el convencimiento de que su integración con Europa quedaría a la

brevidad sellada con su entrada en la Zona Euro.

Lo cierto es que la falta de reformas estructurales hizo que muchos países desperdiciaran los créditos a los que accedieron en este período, generando burbujas inmobiliarias al estilo de lo que sucedió en Estados Unidos, entre otros desequilibrios internos. Esto ha hecho que muchos líderes políticos en Europa Occidental piensen que sus vecinos orientales deben asumir por su propia cuenta el costo de haber ingresado a la Unión Europea, sin transparentar que su esquema institucional había sido escasamente reformado.

Sin duda, los efectos de la crisis internacional serán en esta región mucho más profundos de lo que habrían sido de haber llevado adelante una política macroeconómica más responsable durante los años recientes.

EL ESCENARIO ECONÓMICO EN EUROPA DEL ESTE

La situación que vive Europa Oriental es probablemente la más crítica desde el colapso de los sistemas económicos planificados de los regímenes comunistas. A pesar del complejo panorama que se espera para la economía de esta región durante el 2009, considerando una contracción promedio superior al 3%, hay que destacar que existen importantes diferencias entre los países.

No todos los Estados han buscado la ayuda de organizaciones internacionales como el FMI para darle soporte a sus economías. Hungría y Letonia fueron los primeros países en recibir ayuda del fondo, ya a finales del año pasado. El caso de Hungría es especialmente complejo, ya que su nivel de endeudamiento en relación al PIB es el más alto de toda la Unión Europea, alcanzando cifras cercanas al 80%. Por otro lado, economías como la polaca, la de mayor peso en la región, presenta una situación financiera sana, esperándose que sea capaz de responder por sus deudas y mantener un desempeño económico digno en el contexto de la crisis económica internacional. Su deuda en relación al PIB es de un 50%, mientras que sólo un 30% de la deuda privada corresponde a financiamiento externo. El tamaño de su economía le permite además, sostener la demanda interna a

niveles aceptables a pesar del fuerte deterioro que experimentarán las exportaciones de todos los países de la región. Pese a lo anterior, Polonia ha querido tomar un seguro, anunciando su participación en la nueva facilidad del Fondo Monetario, por un monto de US\$ 20.000 millones, de carácter precautorio.

La segunda economía de la región, República Checa, se encuentra también en una situación estable y sin riesgos de caer en una crisis económica profunda. Se estima que su PIB se contraiga entre un 2% y un 3% el 2009, pero el país tiene un bajo nivel de endeudamiento y un sistema financiero sólido, por lo que debería ser capaz de sortear con relativa calma la crisis internacional, pese a estar en un “mal barrio”.

Por su parte, tanto Eslovaquia como Eslovenia, que ya forman parte de la Zona Euro, pueden disfrutar de la protección que otorga el pertenecer a la unión monetaria, algo muy distinto al beneficio indirecto que obtienen países como los Estados Bálticos, que mantienen sus monedas atadas al euro, esperando incorporarse en un futuro cercano al sistema monetario común.

Si bien la situación económica de la región es bastante compleja, es importante guardar las proporciones y considerar que hay países que se han preparado de buena manera para poder hacer frente al actual escenario. Tampoco

se debe confundir la situación de estos países de Europa Oriental con los ex estados satélites de la Unión Soviética como Moldavia o Tajikistán. Estos últimos sufrirán aún más por los efectos de la crisis, ya que sus economías se basan en la exportación de materias primas y en las remesas enviadas por sus ciudadanos en el exterior. En este sentido, la situación de los países de Europa Oriental, miembros de la Unión Europea, es bastante más auspiciosa que la de otros Estados cercanos.

UN CRECIMIENTO ECONÓMICO MAL ADMINISTRADO

Durante los últimos años, en los que la región creció en promedio a tasas cercanas al 7%, los países generaron una gran demanda por capitales extranjeros para financiar su explosivo crecimiento. Estos flujos de capitales, que provocaron importantes déficit en las cuentas corrientes de los países, llegaron a través de dos vías principales: la inversión extranjera directa en obras de infraestructura e industria y, por otro lado, la compra directa de activos financieros, como los bonos soberanos y de empresas.

En el contexto actual, los países en los que los flujos de capital llegaron a través de inversión extranjera directa son los menos vulnerables a la crisis internacional. Es posible que algunas fábricas de empresas multinacionales cierren

temporalmente, pero es difícil que el capital invertido en ellas deje rápidamente el país. Por otro lado, los países que sustentaron su crecimiento en inversores extranjeros que compraron bonos en el mercado local, como es el caso de Hungría, son, sin duda, los más vulnerables al actual escenario. También hay países en los que el énfasis del financiamiento estuvo puesto en bancos extranjeros, que prestaron capital a sus subsidiarios en los países de Europa Oriental. Esto parecía ser una maniobra adecuada en un contexto en que los bancos occidentales, atraídos por el buen desempeño de las economías orientales, otorgaban créditos bajo condiciones muy favorables a estos países. Con el deterioro de la situación económica, muchos de estos bancos han empezado a sufrir los efectos de haberse apoyado en créditos que tenían un alto riesgo de no pago.

De todos modos, es poco probable que los bancos matrices en la Eurozona vayan a dejar sin capital a sus subsidiarias, incluso en países en grave situación de riesgo como Hungría. Este año, los países de la región deben saldar deudas de corto plazo por cerca de US\$400 billones en su conjunto. Esto, junto con el hecho de que la situación de endeudamiento externo es común a toda la región, es el origen del principal riesgo que enfrentarán los países de Europa Oriental: el contagio. Si un país entra en una

situación de default, la interconectividad con la que están operando estos países hará que se generen graves consecuencias en las otras economías, incluso si estas se encuentran en una posición financiera más sólida. Este contagio puede expresarse de distintas maneras. Una forma sería que los inversionistas pierdan la confianza en la seguridad de sus depósitos en estos países. Hasta ahora los bancos extranjeros han mostrado ser capaces de apoyar a sus subsidiarios en Europa Oriental, pero en caso de que un banco considere demasiado riesgoso seguir capitalizando a sus subsidiarios, la situación podría variar dramáticamente. Se podría generar una ola de desconfianza en los sistemas financieros, lo que se traspasaría rápidamente de una economía a otra.

Una forma aún más peligrosa por medio de la cual puede colapsar el sistema financiero, es que las personas con depósitos en los bancos de Europa Oriental intenten retirar sus ahorros al estilo de una corrida bancaria, buscando luego convertir todos sus depósitos a euros para protegerse de posibles devaluaciones. Si se diera este caso, en muchos países los bancos centrales podrían ver en serio riesgo su habilidad para seguir mitigando los efectos de los desequilibrios del sistema financiero, provocando una profundización de la crisis hasta

niveles que hasta ahora no se han visto.

Hay que considerar también, que si un banco occidental, con una alta exposición en la región oriental de Europa, necesita levantar capital del mercado, podría ver imposibilitada tal operación ante el aumento de riesgo que significa contar entre sus activos a un banco subsidiario en serios problemas financieros. Esto podría hacer que los bancos occidentales busquen deshacerse de las áreas de negocio que aumentan su riesgo financiero.

Más allá de estos posibles escenarios, la fuente más directa de contagio parece ser el colapso de las monedas domésticas. En una situación normal, esto podría ayudar a los países a mejorar la competitividad de sus exportaciones, pero en el escenario actual, las depreciaciones ayudan a aumentar el riesgo financiero de las economías de esta región del mundo. Recientemente, los Bancos Centrales de Hungría, Polonia y República Checa, acordaron llevar adelante un plan conjunto de venta de dólares para intentar sostener sus monedas locales. Sin embargo, es difícil que las reservas internacionales de estos países puedan ser suficientes para evitar una depreciación aún mayor en sus monedas.

Un factor que juega un rol importante en este escenario, es la

exposición que tienen los bancos de Europa Occidental. En años anteriores, instituciones financieras de países como Alemania o Austria, otorgaron importantes créditos a Europa del Este, tanto al sector público como al privado. Se estima que la exposición total de los bancos occidentales equivale a unos US\$1,3 trillones en total.

En el contexto europeo, Austria es el país con mayor riesgo. Los bancos de este país mantienen más del 20% del total de la deuda externa de Europa emergente, algo totalmente desproporcionado si se considera el relativamente bajo PIB de este país. A su vez, tanto Italia como Alemania mantienen más del 15% de la deuda externa Europa Emergente cada uno, lo que representa un serio riesgo para sus sistemas financieros en caso de que esta última región caiga en situación de default. El caso de Suecia es también muy relevante: los bancos de este país mantienen más del 90% de la deuda externa de los Estados Bálticos, debido al peso que tienen en el mercado financiero de esos países a través de sus subsidiarias. Para países como Letonia, esta situación representa una garantía, ya que su sistema financiero descansa en un mercado como el sueco, que se ha mantenido relativamente estable durante la crisis (ver gráficos 6, 7 y 8).

Durante la última reunión del G-20, los países europeos acordaron

llevar adelante medidas conjuntas para recapitalizar a los bancos de la región. Esto puede ser vital para que estas instituciones puedan mitigar el impacto que tendrán las deudas impagas de Europa emergente. Por otro lado, los recursos que ha destinado el FMI para países como Letonia, serán vitales para que estas naciones puedan cumplir con sus obligaciones internacionales. El financiamiento de parte de organismos multilaterales será vital para evitar situaciones de Default en Europa Oriental que pondrían en una situación de grave riesgo a las economías de la zona euro.

Hasta ahora, la crisis económica no ha generado presiones importantes para implementar medidas proteccionistas que cierren los mercados internacionales. Precisamente son los países de Europa Oriental los que han estado exigiendo a sus pares de la Zona Euro que se mantengan dentro de las reglas del libre mercado, ejerciendo una fuerte presión a países como Francia a través de las instancias de la Unión Europea. Estos países saben que, en caso de que se produzca una guerra de subsidios, los más ricos siempre saldrán vencedores.

De todos modos, esta posición política no se mantendría necesariamente si la situación económica empeora. Algunos analistas creen que es cosa de tiempo para que se comiencen a implementar controles a los flujos de

capital. Con esto, los países de Europa Oriental podrían controlar sus economías sin preocuparse del valor externo de sus monedas. Si la situación política se vuelve más tensa, los países podrían también hacer convertible las deudas en euros a moneda local. Esto representaría en la práctica una expropiación de los activos financieros de los bancos extranjeros, lo que podría traer graves consecuencias económicas y políticas en las relaciones entre los Estados miembros de la Unión Europea.

EL FIN DEL BOOM EN LOS ESTADOS BÁLTICOS

Los tres estados bálticos, que habían sido hasta hace algún tiempo las naciones con más alto crecimiento en Europa, se encuentran en la actualidad en una situación diametralmente opuesta. Ejemplo de esto es que Letonia, que en diciembre pasado recibió un préstamo del FMI por cerca de US\$10 billones, está basando su actual presupuesto público en una estimación de contracción del PIB de un 13% para el año 2009.

Por su parte, Estonia y Lituania esperan una contracción del orden del 10%. Estas cifras son particularmente llamativas, si se considera que estos países crecieron en promedio un 8,5% entre el 2002 y el 2007, sobrepasando en varias

ocasiones el 10% de expansión anual del PIB.

Una respuesta tradicional a esta situación estaría orientada a desarrollar programas de estímulo fiscal y a generar una depreciación competitiva para mejorar así las perspectivas de sus exportaciones. Sin embargo, los tres países tienen importantes incentivos para no caer en este tipo de prácticas. Es sabido que los Estados Bálticos tienen sus monedas atadas al Euro, lo que en términos políticos representa una cuestión de orgullo nacional para estos países. Por otro lado, durante los últimos años de boom económico el sector privado optó mayoritariamente por buscar financiamiento en la zona euro en lugar del sistema financiero doméstico, algo natural si se podían obtener menores tasas de interés y se actuaba bajo el supuesto de que la incorporación al sistema de moneda única era sólo cuestión de tiempo. El problema, es que esto significa que ante el posible escenario de una devaluación, muchas empresas privadas quedarían en una situación crítica respecto al pago de sus deudas, provocando un desequilibrio aún más generalizado en la economía. Al tener las manos atadas para llevar adelante este tipo de medidas, los países han optado por una reducción importante de los salarios, buscando de esta forma ganar espacio para mantener o sustentar, al menos en

parte, sus niveles de competitividad externa.

En cuanto al desarrollo de una política fiscal expansiva, tal como ha venido ocurriendo en la mayoría de los países del mundo, los Estados Bálticos presentan también serias dificultades. La excepción a esto es Estonia, que durante los años recientes logró reunir suficientes ahorros fiscales como para financiar ahora un mayor programa de gastos. De todos modos, todos los países, en su búsqueda por entrar a la brevedad a formar parte de la Zona Euro, están limitados a tener como máximo un déficit fiscal igual al 3% del PIB, para cumplir de esta manera con lo estipulado por el Tratado de Maastricht y mejorar así sus perspectivas de una pronta entrada al sistema monetario común de la Unión Europea. Para lograr este objetivo los países deben generar suficiente credibilidad externa, a lo que, sin duda, no ayudaría el que presenten durante el 2009 un déficit fiscal fuera de todo margen.

De todos modos, conforme la situación económica ha empeorado, se hace para estos países cada vez más difícil mantenerse dentro de las normas macroeconómicas internacionales. Letonia, al contraer el préstamo del FMI, se comprometió a mantener su déficit fiscal este año por debajo del 5% del PIB, lo que se ve cada vez más complejo de lograr cuando se observa que solo en marzo el país gastó US\$200 millones

del fondo que obtuvo para estabilizar su economía, un 20% del total en un solo mes.

A pesar de esto, sería injusto decir que los Estados Bálticos carecen de ayuda externa. Ejemplo de esto es que el Banco Europeo de Reconstrucción y Desarrollo acordó la semana pasada capitalizar el banco letón Parex, salvándolo de una situación financiera muy compleja. El FMI también ha mostrado su disposición para seguir ayudando a estos países. Sin embargo, la piedra de tope está en la capacidad que tengan estos Estados para llevar adelante las reformas exigidas por los organismos de crédito internacionales. Para lograr un mayor apoyo externo y permitir su entrada a la Zona Euro, deberán, durante los próximos meses, desarrollar reformas más profundas que las que les permitieron la entrada a la UE, en un contexto en que la economía internacional se encuentra en una situación particularmente compleja.

Al menos hay ciertos elementos que pueden considerarse como positivos. Tanto la inflación como el déficit de cuenta corriente que habían presentado en años anteriores han mostrado estar disminuyendo. Además, gran parte de la deuda externa de los países bálticos se encuentra en bancos locales subsidiarios de bancos suecos y escandinavos. De esta forma, mientras los bancos

escandinavos se mantengan saludables, podrán darle un buen sustento al sistema financiero báltico permitiéndole seguir otorgándole la liquidez necesaria al mercado local.

Una causa importante del complejo panorama económico en Letonia, es que durante los últimos años generaron su propia burbuja inmobiliaria. En medio de un boom económico, los bancos dieron fácil acceso a créditos hipotecarios, muchos de estos con un riesgo desmedido. Con un déficit de cuenta corriente cercano al 10% del PIB, una medida prudente hubiese sido aplicar mayores frenos a la economía restringiendo el presupuesto público y limitando el endeudamiento.

Sin embargo, motivos políticos hicieron esto inviable. El crecimiento económico estaba dándole a los letones un motivo para ver su incorporación a la Unión Europea como algo próximo y beneficioso. Tras algunos problemas iniciales, el gobierno no podía perder la oportunidad de, finalmente, convencer a la ciudadanía de las ventajas de la entrada en la Unión, lo que gatilló, adicionalmente, una irresponsable inactividad frente a los problemas que se apeciaban en el horizonte, ayudando así a profundizar la crisis económica por la que atraviesa actualmente el país.

En cuanto a su situación política, Letonia vio caer su gobierno

hace un mes, como efecto de la crisis económica. Este fue el cuarto país en Europa, después de Islandia, Hungría y República Checa que ha sufrido una crisis política, como efecto de los problemas económicos. El nuevo gobierno tiene una base de apoyo más amplia y ha sido bien recibido tanto por los gobiernos vecinos como por los propios habitantes del país. Así, se espera que durante los próximos meses la calma pueda volver lentamente a esta nación.

Por su parte, Estonia parece ser el más sólido de los tres Estados Bálticos, con un gobierno de coalición que no muestra fisuras y que se espera se mantenga sin complicaciones en el poder. Por último, Lituania enfrentará en mayo elecciones presidenciales, en las que la comisionada europea para presupuestos, Dalia Grybauskaite, lleva la delantera. Sus capacidades en el manejo de las finanzas podrán ser puestas a prueba pronto, ya que se espera que el país recurra en el corto plazo al FMI en búsqueda de ayuda para intentar sostener su deteriorada economía.

PROYECCIONES Y CONCLUSIONES

Al observar el panorama económico de los países de Europa Oriental, es fácil encontrar múltiples similitudes con las crisis que vivieron muchos países de Latinoamérica durante las décadas de los 80 y 90.

Algunos analistas han comparado incluso el escenario que enfrentan algunos de estos países con el que vivió Argentina a comienzos de esta década.

Algunos líderes políticos en países como Hungría y Rumania, han planteado la necesidad de entrar cuanto antes a la Zona Euro para protegerse así de los desequilibrios derivados de la variabilidad a la que está sujeto el tipo de cambio. Sin embargo, es difícil que los países de Europa Occidental acepten la entrada de nuevos Estados a la Eurozona al corto plazo.

Los problemas económicos que enfrentan esos países, provocarían una debilitación del Euro, afectando con esto a los países miembros de la unión monetaria. Además, existe consenso en el sentido de que hacen falta aún muchas reformas estructurales en estos países, para que puedan ser capaces de llevar adelante una política económica tan disciplinada como la que exige la adopción del Euro. Así, conforme las monedas de los países del Este se han ido debilitando, aumentan los riesgos para las familias y empresas en Polonia, Hungría o República Checa, que en tiempos pasados contrajeron una abultada deuda en el exterior.

Para países como los Estados Bálticos y Bulgaria, la adopción del euro pareciera ser un escenario más

viabile, si se considera que estas naciones tienen sus monedas atadas a la evolución del Euro. De todos modos, el Banco Central Europeo y la Comisión Europea han mostrado su rechazo a una introducción acelerada del euro en estos países, bajo el argumento de que estos aún están lejos de poder cumplir con los estándares de equilibrio económico que impone el Tratado de Maastricht.

El problema, es que estos países, al tener su moneda atada, no pueden generar una política de devaluación competitiva ni tampoco recibir los sustanciales beneficios que tendrían si estuviesen de pleno incorporados a la Zona Euro.

Sin duda, la profunda recesión que vivirán países como Letonia o Hungría sería mucho menor si las políticas en los años de boom económico hubiesen sido más responsables. Por lo pronto, la premura por reducir el déficit fiscal para poder adoptar el euro como moneda, y el riesgo que implica la devaluación de las monedas locales por el alto nivel de endeudamiento externo, hace que muchos países estén verdaderamente atados de manos frente a la crisis.

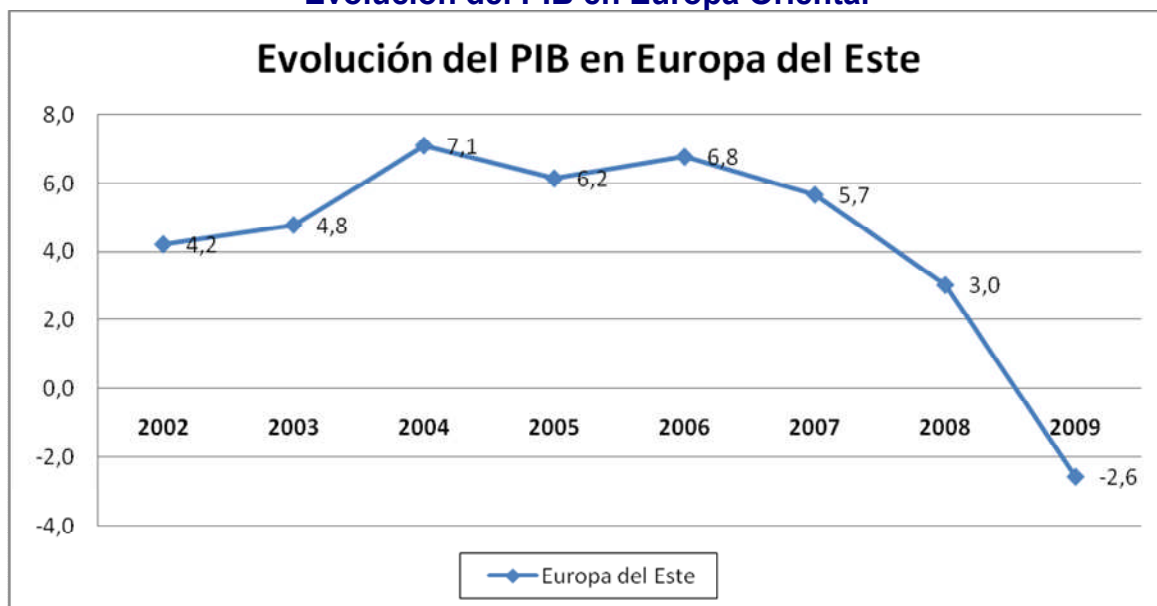
Europa Oriental estará durante el 2009 sufriendo los costos de una rápida expansión económica que no fue bien administrada.

Cuadro N°1
Evolución del Crecimiento del PIB en Países de Europa Oriental

| País | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 |
|-----------------|------|------|------|------|------|------|------|-------|
| Bulgaria | 4,5 | 5,0 | 6,6 | 6,2 | 6,1 | 6,3 | 6,1 | -1,5 |
| Eslovaquia | 4,8 | 4,8 | 5,2 | 6,6 | 8,5 | 10,4 | 6,4 | 1,5 |
| Estonia | 7,8 | 7,1 | 7,5 | 9,2 | 10,4 | 6,3 | -3,5 | -8,0 |
| Hungría | 4,3 | 4,1 | 4,9 | 4,2 | 4,0 | 1,3 | 0,5 | -5,5 |
| Lituania | 6,9 | 10,3 | 7,3 | 7,9 | 7,9 | 8,9 | 3,0 | -8,5 |
| Letonia | 6,5 | 7,2 | 8,7 | 10,6 | 12,2 | 10,3 | -4,6 | -12,0 |
| Polonia | 1,4 | 3,9 | 5,3 | 3,6 | 6,2 | 6,6 | 4,8 | 0,7 |
| República Checa | 1,9 | 3,6 | 4,5 | 6,3 | 6,8 | 6,0 | 3,2 | -3,0 |
| Rumania | 5,1 | 5,1 | 8,5 | 4,2 | 7,9 | 6,1 | 7,1 | -4,0 |
| Turquía | 6,2 | 5,3 | 9,4 | 8,4 | 6,9 | 4,7 | 1,1 | -3,4 |
| Europa del Este | 4,2 | 4,8 | 7,1 | 6,2 | 6,8 | 5,7 | 3,0 | -2,6 |

Fuentes: FMI, JP Morgan y The Economist.

Gráfico N°1
Evolución del PIB en Europa Oriental



Fuentes: FMI, JP Morgan y The Economist. Las cifras representan un promedio ponderado de la evolución del PIB en Bulgaria, Eslovaquia, Estonia, Hungría, Lituania, Letonia, Polonia, R. Checa, Rumania y Turquía.

Cuadro N° 2
Clasificaciones de Riesgo para Países de Europa Oriental

| PAÍS | Moody's | S&P |
|-----------------|---------|------|
| Bulgaria | Baa3 | BBB |
| Eslovaquia | A1 | A+ |
| Estonia | A1 | A |
| Hungría | Baa1 | BBB- |
| Lituania | A2 | BBB |
| Letonia | Baa1 | BB+ |
| Polonia | A2 | A- |
| República Checa | A1 | A |
| Rumania | Baa3 | BB+ |
| Turquía | Ba3 | BB- |

Fuente: Moody's y Standard & Poors.

Cuadro N°3
Balance Fiscal en Países de Europa Oriental (% PIB)

| | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 |
|-----------------|-------|-------|------|------|------|------|------|------|
| Bulgaria | -0,2 | -0,9 | 2,2 | 1,9 | 3,2 | 4,6 | 2,8 | -0,6 |
| Eslovaquia | -7,7 | -2,7 | -2,4 | -2,8 | -3,7 | -2,2 | -2,3 | -3,0 |
| Estonia | 0,3 | 1,7 | 1,7 | 1,5 | 2,9 | 2,7 | -2,2 | -3,4 |
| Hungría | -8,9 | -7,2 | -6,4 | -7,8 | -9,2 | -5,5 | -3,3 | -3,8 |
| Lituania | -1,9 | -1,3 | -1,5 | -0,5 | -0,4 | -1,2 | -2,5 | -2,7 |
| Letonia | -2,3 | -1,6 | -1 | -0,4 | -0,2 | 0,1 | -2,7 | -6 |
| Polonia | -5,0 | -6,3 | -5,7 | -4,3 | -3,8 | -2,0 | -2,3 | -3,2 |
| República Checa | -6,8 | -6,6 | -2,9 | -3,6 | -2,7 | -1,0 | -2,0 | -6,0 |
| Rumania | -2,0 | -1,5 | -1,5 | -1,2 | -2,2 | -2,6 | -3,5 | -2,1 |
| Turquía | -17,2 | -11,7 | 1,6 | 0,4 | 0,2 | -1,5 | -1,8 | -1,8 |
| Europa del Este | -9,4 | -7,3 | -1,9 | -2,1 | -2,1 | -1,8 | -2,2 | -2,9 |

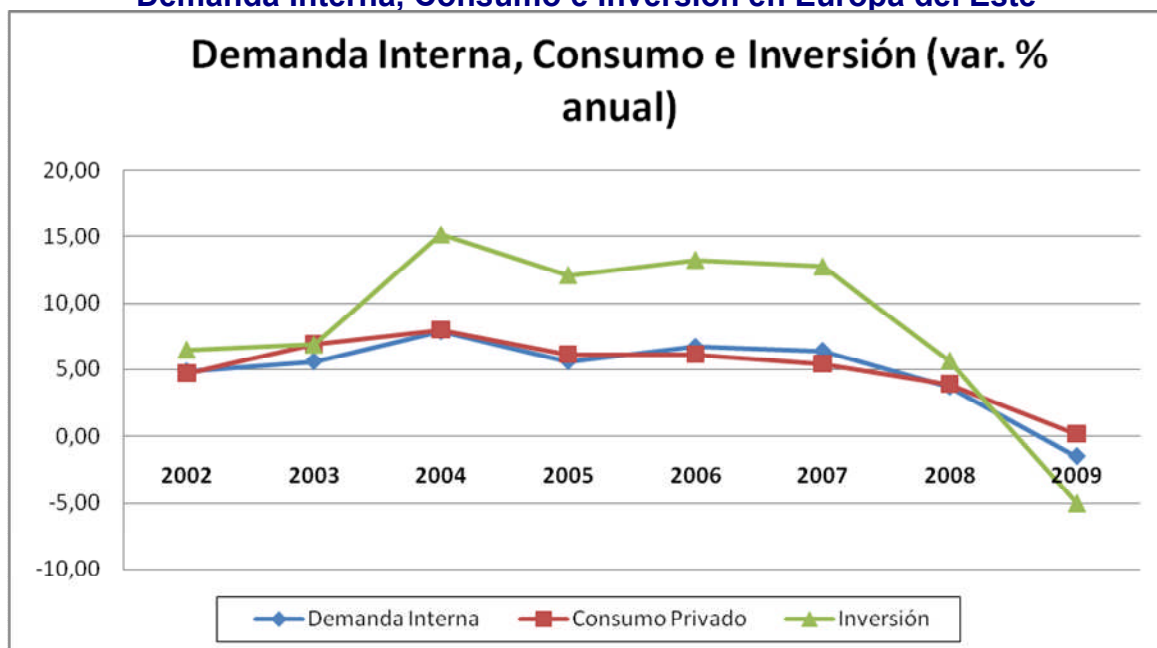
Fuente: Eurostat y The Economist.

Cuadro N°4
Saldo de Cuenta Corriente (% PIB)

| | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Bulgaria | -2,4 | -5,6 | -5,9 | -10,9 | -15,0 | -21,3 | -23,8 | -25,2 |
| Eslovaquia | -7,4 | -5,6 | -7,5 | -8,5 | -7,1 | -4,7 | -6,5 | -4,9 |
| Estonia | -10,6 | -11,3 | -11,7 | -10,0 | -16,7 | -18,1 | -9,0 | -6,2 |
| Hungría | -6,8 | -8,0 | -8,1 | -5,9 | -5,7 | -4,0 | -7,1 | -4,2 |
| Lituania | -5,2 | -6,9 | -7,7 | -7,1 | -10,7 | -14,6 | -11,9 | -4,0 |
| Letonia | -6,7 | -8,2 | -12,8 | -12,4 | -22,7 | -22,9 | -14,2 | -5,0 |
| Polonia | -2,5 | -2,1 | -3,5 | -0,9 | -2,1 | -2,6 | -4,1 | -4,9 |
| República Checa | -5,7 | -6,3 | -5,8 | -1,1 | -2,3 | -2,7 | -6,4 | -7,7 |
| Rumania | -3,1 | -5,2 | -7,5 | -7,9 | -10,4 | -13,3 | -12,5 | -6,0 |
| Turquía | -0,7 | -2,7 | -4,0 | -4,7 | -6,0 | -5,8 | -5,7 | -1,0 |
| Europa del Este | -3,0 | -4,0 | -5,2 | -4,3 | -5,8 | -6,2 | -6,9 | -4,3 |

Fuente: JP Morgan y The Economist.

Gráfico N°2
Demanda Interna, Consumo e Inversión en Europa del Este



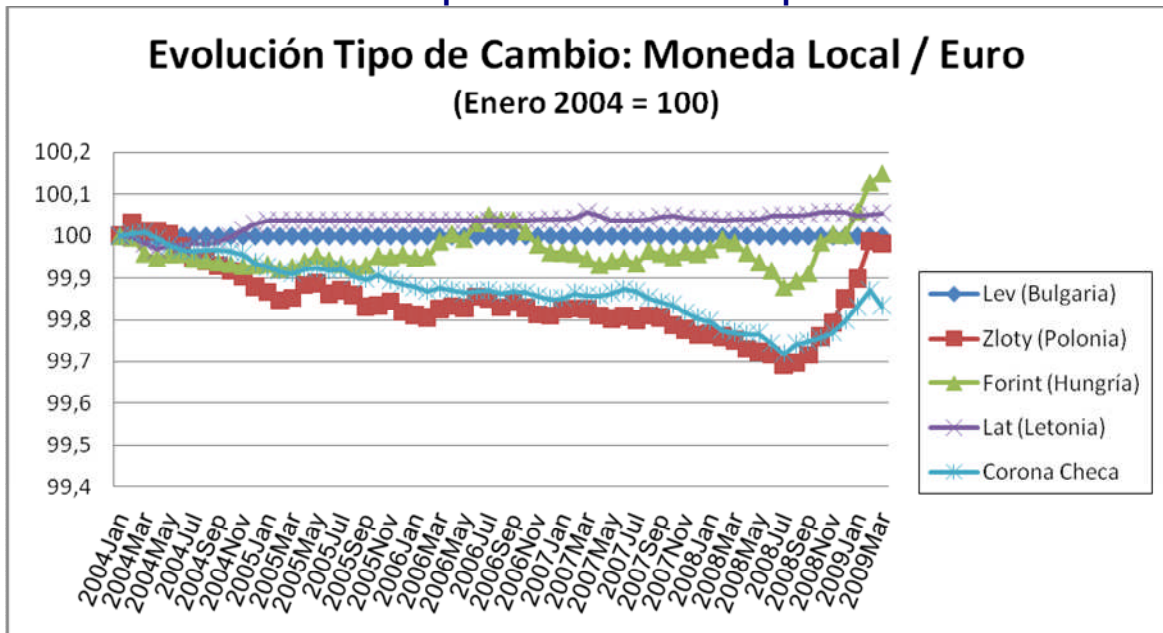
Fuente: Eurostat y JP Morgan. Las cifras representan un promedio ponderado de la evolución del PIB en Bulgaria, Eslovaquia, Hungría, Polonia, R. Checa, Rumania y Turquía.

Gráfico N°3
Evolución de las Exportaciones e Importaciones en Europa del Este



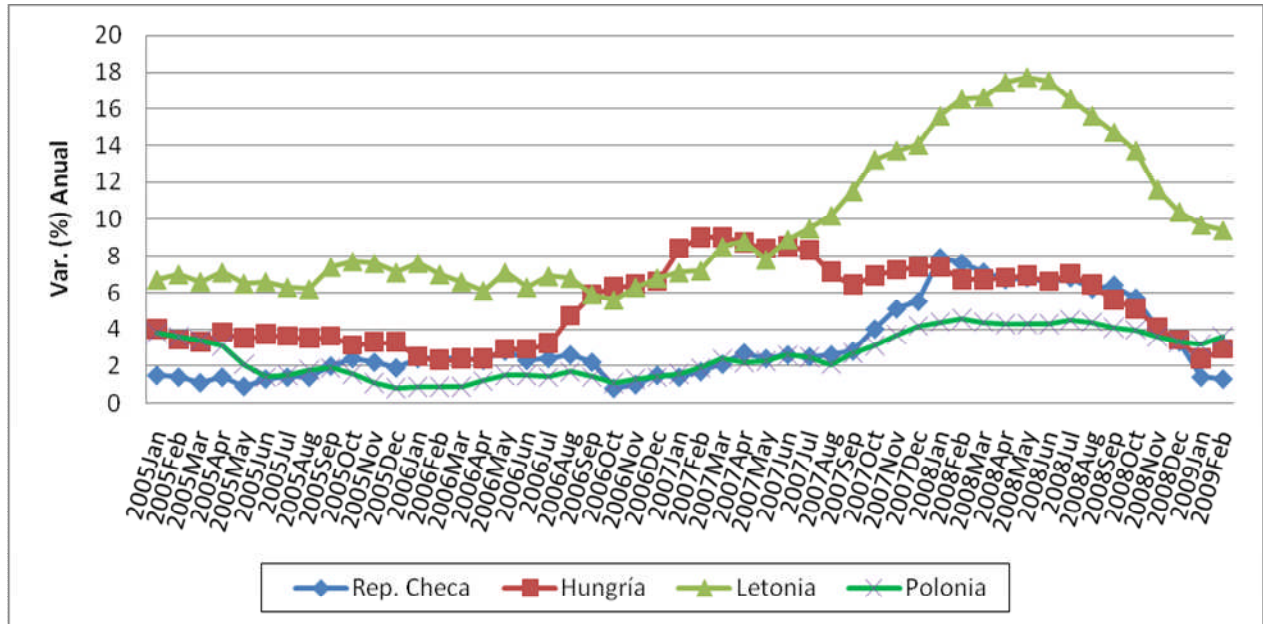
Fuente: Eurostat y JP Morgan. Las cifras representan un promedio ponderado de la evolución del PIB en Bulgaria, Eslovaquia, Hungría, Polonia, R. Checa, Rumania y Turquía.

Gráfico N°4
Evolución del Tipo de Cambio en Europa del Este



Fuente: Banco Central Europeo. El gráfico muestra la fuerte depreciación que han experimentado las monedas de Hungría, República Checa y Polonia. Las monedas de Bulgaria y Letonia están atadas a la evolución del Euro, por eso su estabilidad.

Gráfico N°5
Evolución de la Inflación en Europa del Este
Var. % en 12 meses



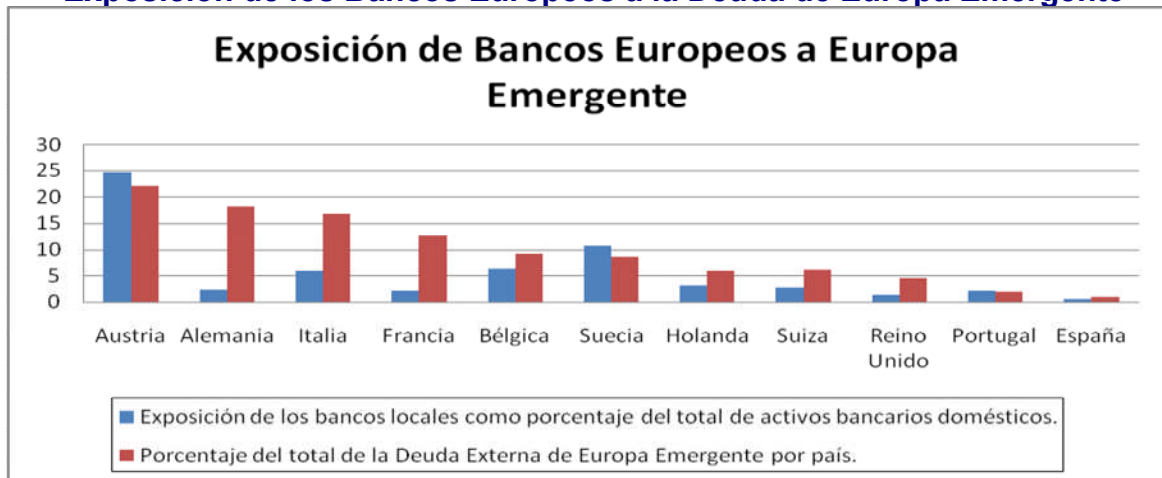
Fuente: Banco Central Europeo.

Cuadro N°5
Clasificación de Riesgo País (EMBI)
Índice de Países, spread Soberanos (pb)

| País | Spread de Riesgo Soberano (pb) | |
|----------|--------------------------------|---------------------|
| | al 31 de Marzo 2008 | al 31 de Marzo 2009 |
| Bulgaria | 221 | 591 |
| Hungría | 163 | 540 |
| Polonia | 112 | 319 |
| Turquía | 348 | 528 |

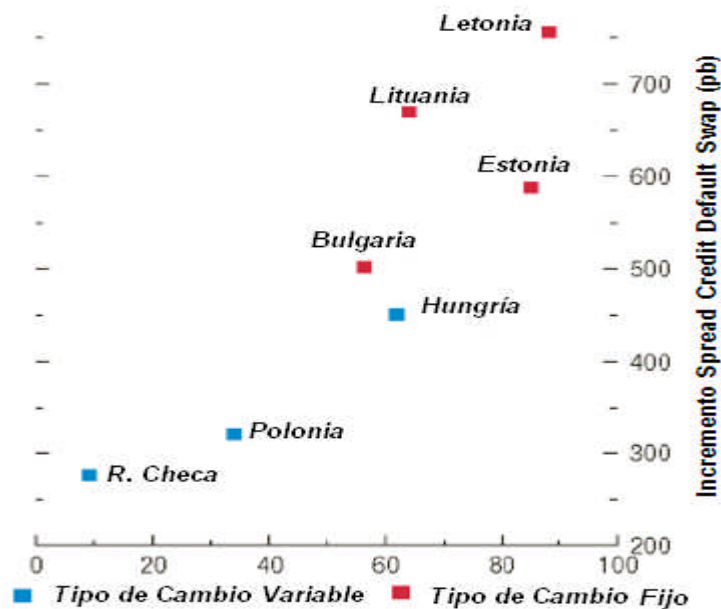
Fuente: JP Morgan

Gráfico N°6
Exposición de los Bancos Europeos a la Deuda de Europa Emergente



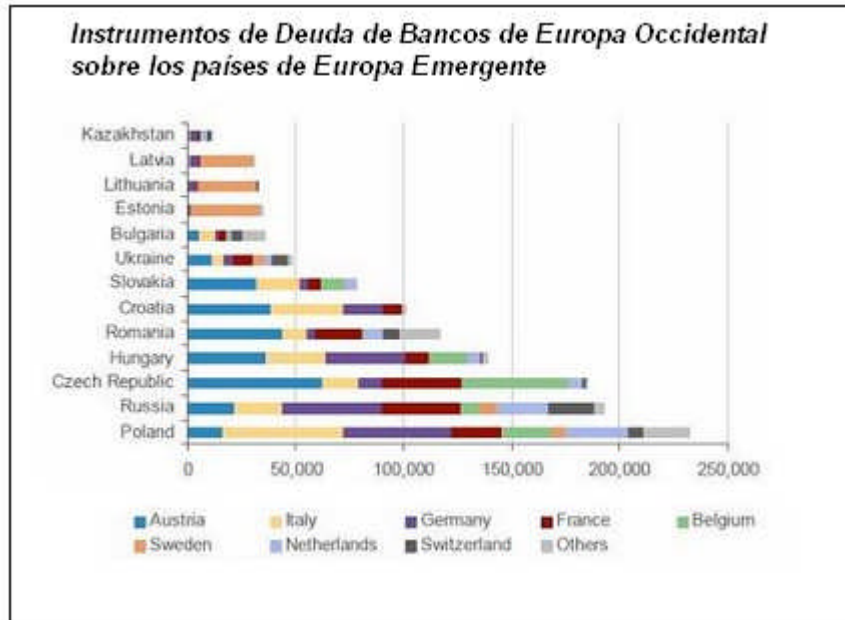
Fuente: Adaptado del Fondo Monetario Internacional. Regional Economic Outlook Europe. La exposición financiera considera tanto las instituciones bancarias como no bancarias en los países receptores de la deuda.

Gráfico N°7
Relación entre la exposición al riesgo de tipo de cambio y el riesgo de Default (Credit Default Swap)



Fuente: IMF, Adaptado del World Economic Outlook Abril 2009. Se aprecia el fuerte vínculo entre un mayor riesgo de tipo de cambio, por tener deuda en moneda extranjera, y la percepción de riesgo de Default del mercado. Esto, independientemente del régimen cambiario.

Gráfico N°8
Exposición de los Bancos Europeos a la Deuda de Europa Emergente



Fuente: Adaptado del Fondo Monetario Internacional. Regional Economic Outlook Europe. Las cifras, en US\$ millones, corresponden a la deuda contraída por los países de Europa Emergente en instituciones financieras de Europa Occidental.