

## ECONOMÍA INTERNACIONAL

N° 494, 11 de agosto de 2009

AL INSTANTE

### **ESTONIA: PROFUNDA RECESIÓN QUE SERÁ SUPERADA**

Entre los años 2002 y 2007 la economía de Estonia se expandió en promedio un 8,1% anual, en medio de un escenario dominado por las altas expectativas de consumidores y productores, el fuerte aumento en los ingresos y la alta liquidez presente en los mercados internacionales. Esto último impulsó a la demanda interna por sobre un nivel de prudencia, generando altos riesgos, que se agudizan, en un ambiente de coyuntura adversa y el ajuste surge por una contracción financiera interna y externa del país. De esta forma se generaron presiones inflacionarias, principalmente a través del aumento en los precios de los bienes inmuebles. Durante este período, la competitividad de la economía se vio afectada por un sobrecalentamiento de la economía, reflejado en un déficit de cuenta corriente que promedio un 13,1% del PIB entre los años 2002 y 2007,

además de la fuerte alza que experimentaron los salarios reales. Los desequilibrios que se fueron desarrollando en la economía de Estonia, no rectificadas a tiempo, se sumaron al retraso en la entrada de este país báltico a la Zona Euro y al deterioro generalizado de los mercados financieros a nivel internacional, lo que completó un panorama económico, de ajustes forzados por el mercado, que derivó en la peor recesión en Estonia desde 1992. Se estima que, entre 1996 y el 2008, la economía de Estonia creció a una tasa promedio entre 8 y 9%, lo que significó un fuerte incremento del ingreso per cápita, que llegó a superar el nivel de Chile, con amplitud.

#### **LAS CAUSAS DE LA CRISIS**

Las nuevas condiciones económicas han llevado a un fuerte debilitamiento de la demanda

interna, lo que junto a la caída en las exportaciones hizo que Estonia cayera en recesión ya desde el tercer trimestre de 2007. Hasta principios de ese año la economía se mantenía aun con niveles altos de crecimiento. Sin embargo, a partir del estallido de la crisis financiera internacional el deterioro doméstico fue particularmente rápido, impulsado por la restricción en los mercados crediticios, luego, la caída en la confianza de los agentes económicos y una contracción pronunciada tanto del consumo privado como de la inversión, y finalmente, un aumento del desempleo y caída en el valor de los activos.

Tal como sucedió en otros países, el mercado inmobiliario jugó un importante rol en la evolución que experimentó la economía durante los últimos años. Los precios de las viviendas han bajado considerablemente desde finales del 2005, momento en que alcanzaron sus mayores valores. Solo durante el 2008, los precios cayeron un 20%, después de haberse contraído un 10% el año anterior. De todos modos, los mayores resguardos tomados en los mercados de crédito han ayudado a que esta evolución en los precios no haya significado un alza significativa en el número de familias que han debido suspender el pago de sus créditos.

Por su parte, la inflación tocó techo en junio de 2008, cuando

alcanzó un 12% anual, aunque terminó el año con un alza de un 8% tras la caída experimentada por los precios de los commodities. El crecimiento de los años anteriores, junto con un aumento de la emigración hacia otros países de la Unión Europea, llevó a que los salarios fueran creciendo sostenidamente. Durante el 2008 estos aumentaron un 14%, exacerbando así el aumento del costo de la mano de obra. Como resultado de este complejo escenario, las empresas han visto reducidas sus ganancias. La conjunción entre mayores costos y la entrada de la economía en recesión aumentó también el número de quiebras, afectando con ello el pago de deudas por parte de las empresas, y por ende la estabilidad del sistema financiero en su conjunto.

Estonia ha sufrido también los efectos de la falta de liquidez en su sistema financiero, lo que está relacionado al boom inmobiliario que vivió el país en los años de fuerte expansión de la economía. La principal causa de la amplia exposición de los bancos al riesgo de falta de liquidez (75% del PIB) se debe a la concentración de los créditos otorgados al sector privado en el área inmobiliaria. Al tener estos instrumentos una maduración más larga, solo un 28% de las obligaciones de corto plazo de los bancos han quedado cubiertas por activos líquidos.

Una buena noticia para Estonia es que estos riesgos están siendo mitigados, por la fuerte participación que tienen los bancos suecos en el mercado financiero local. Se considera que estas instituciones no deberían cortar el aporte de capital a sus subsidiarias en los países bálticos, puesto que consideran su participación en estos mercados como una estrategia de largo plazo. De todos modos, hay que considerar que los bancos suecos están también sujetos a la volatilidad de los mercados internacionales, por lo que una pérdida en la confianza del mercado en dichas instituciones, podría tener un impacto profundo en la estabilidad del sistema financiero de Estonia.

Parte del riesgo sistémico que ha exacerbado los efectos de la crisis en Estonia se relaciona con la alta concentración que tiene el mercado bancario en el país. Cerca del 96% de este mercado está controlado por bancos de Escandinavia, con dos subsidiarias del Swedbank y el Skandinaviska Enskilda Banken (SEB) de Suecia controlando el 68% de los activos bancarios del país. Un 25% adicional de participación corresponde a instituciones de Finlandia y Dinamarca. Estos mismos bancos dominan el sector financiero no-bancario, principalmente los mercados de seguros y de fondos de pensiones. Tal como sucedió en otras

economías desarrolladas, el deterioro las cifras de crecimiento llevó a una restricción del crédito, el que creció un 10% en el 2008 comparado con una expansión promedio anual del 55% entre el 2005 y el 2007.

El declive en el mercado crediticio fue iniciado por los dos principales bancos de Estonia en febrero de 2007, cuando se gatilló la crisis cambiaria en Letonia que dejó al descubierto los riesgos asociados a la alta exposición de los bancos de los países bálticos. A partir de mediados del 2007, la caída en los créditos pasó a estar influida principalmente por la menor demanda, dada la baja en los niveles de confianza en la economía. Más recientemente los bancos han limitado aun más sus estándares para el otorgamiento de créditos, requiriendo colaterales superiores a los tradicionales y han sumado en promedio 3 puntos porcentuales a las primas por riesgo en los créditos otorgados.

#### **EL OBJETIVO DE CONTROLAR EL DÉFICIT FISCAL**

De todos modos, Estonia ha podido llevar adelante una serie de medidas tendientes a mitigar los riesgos que presenta su sistema financiero, creando una red de garantías financieras y mejorando su capacidad para administrar episodios de crisis, lo que ha sido destacado por el Fondo Monetario Internacional. Una de las falencias

principales del país en este ámbito ha sido la falta de una política que permita desarrollar un sistema de asistencias para emergencias de liquidez, como ha sugerido el FMI.

Desde la entrada en vigencia del Euro, Estonia ha manifestado su interés por acceder a la moneda única europea. Al ser una república formada recién a partir del desmoronamiento de la Unión Soviética, tuvo que enfrentar tempranamente el desafío de poder alcanzar credibilidad fiduciaria para la Corona Estonia. Para esto, las autoridades crearon una agencia monetaria o currency board agreement, destinado a atar el valor de la corona estonia en un primer período al marco alemán y a partir de 1999 al Euro. Esto trajo una serie de ventajas a la economía de Estonia, en particular porque sentó las bases para que pudieran crearse las condiciones para acceder a la Unión Europea. Además, esta política permitió eliminar el riesgo hiperinflacionario que existía al estar vinculada Estonia a la zona de influencia del rublo. También ha tenido efectos importantes sobre la llegada de capital extranjero al país, además de haber fomentado la obtención de divisas por la vía de las exportaciones debido al menor riesgo cambiario. En definitiva, la estabilidad monetaria fue desde su independencia uno de los factores más determinantes en la rápida incorporación de la economía de estonia al mercado común europeo.

A pesar de lo anterior, la actual crisis ha complicado el pronto ingreso que pueda hacer Estonia a la Zona Euro. El imperativo que representa la adopción definitiva de la moneda única explica el énfasis que han tenido las políticas económicas en mantener bajo control el déficit fiscal, para intentar así mantenerse dentro de los parámetros exigidos por el Tratado de Maastricht para el ingreso a la Eurozona. En lugar de llevar adelante una devaluación o amplias medidas de política monetaria, las autoridades han buscado la manera de recortar los salarios para restaurar la competitividad de las empresas locales. Esta estrategia se ha sustentado en la esperanza de que mientras más pronto pueda adoptar el país el Euro, más rápido se podrá reparar la confianza de los inversionistas en Estonia. De todos modos, las condiciones económicas hacen poco viable que dentro de los próximos 2 años se pueda adoptar la moneda europea.

Siguiendo esta estrategia, Estonia aumentó en julio la tasa del IVA desde un 18% a un 20%, como parte de sus esfuerzos por sostener los equilibrios fiscales en medio de un escenario que prevé bajos ingresos tributarios por la fuerte contracción que experimentará la economía durante el 2009. Las proyecciones más optimistas estiman que Estonia podría bajar del 3% del PIB el déficit fiscal durante el 2010, e ingresar a la

Eurozona de esta forma durante el 2011. Además del alza de impuestos, el gobierno de Estonia ha llevado adelante dos paquetes de medidas tendientes a reducir el gasto fiscal. Durante el primer trimestre, sin embargo, el déficit del fisco prácticamente dobló al criterio exigido por los acuerdos que rigen el funcionamiento de la Eurozona. Más reducciones en el gasto serán necesarias en los sucesivos, aunque esto puede resultar muy difícil de materializar para el gobierno de minoría que dirige el país.

La crisis internacional ha afectado a Estonia principalmente por la vía de la caída en la entrada de capitales. Esto ha hecho que se ponga en duda la capacidad que pueda tener el Estado de Estonia para cumplir con sus obligaciones financieras a nivel internacional. A este problema se suma también la caída en los niveles de competitividad que ha experimentado la economía del país. Si bien este problema ha sido arrastrado por largo tiempo, durante la crisis se ha acrecentado porque países que compiten con Estonia en los mercados internacionales han visto como sus monedas se han depreciado respecto al Euro, mientras que este país báltico ha debido asumir los costos de mantener sujeto el valor de su moneda a la divisa europea. Tanto los problemas de competitividad como de flujo de capitales podrían ser mitigados parcialmente con una

devaluación, pero esto parece estar fuera del rango de políticas que componen la estrategia económica, definida por el gobierno para enfrentar el actual escenario económico. Esto es el resultado de una economía que se ha adaptado a años de funcionamiento con una moneda local fija al Euro. La confianza que desarrollaron los agentes económicos en el mantenimiento de esta política llevó a que aumentaran durante los últimos años fuertemente los endeudamientos en Euros, lo que representa la barrera más fuerte a una posible política de devaluación por parte de las autoridades: si esto sucediera el efecto sobre las familias y empresas endeudadas en Euros podría ser más perjudicial para el país que los beneficios propios de una mayor competitividad cambiaría.

De todos modos, sería posible que los miembros de la Zona Euro estuviesen dispuestos a permitir el ingreso de Estonia al grupo, aun sin cumplir todos los requisitos. En un contexto en el que el país verá caer su PIB durante el 2009 en más de un 10%, el hecho de que se mantenga el déficit fiscal por debajo del 4% es una señal potente respecto al interés que tienen las autoridades por mantener los equilibrios fiscales, incluso en un período de profunda recesión. Al menos por ahora, no se ha visto ningún signo por parte de los países de la Eurozona respecto a que

estén dispuestos a reducir los requisitos de ingreso. El representante francés ante el Banco Central Europeo señaló recientemente que aun era muy temprano como para permitir el ingreso de alguno de los países bálticos a la unión monetaria. Esto es entendible desde la perspectiva de los miembros actuales: La Zona Euro ha sido fuertemente afectada por la crisis, por lo que la incorporación de nuevos países, aun más, afectados económicamente podría complicar las posibilidades de Europa de salir pronto de la recesión en que se encuentra. Por lo demás, existen también temores respecto a que Estonia pueda aprovechar un potencial ingreso a la Eurozona, para pedir apoyo en la recapitalización de sus bancos, lo que pondría un peso más en el ya complejo panorama financiero del viejo continente.

El que Estonia, tal como se espera, no logre ser aceptada para incorporarse a la Zona Euro, podría tener consecuencias profundas para el país. Estas tienen su origen en las expectativas que se han generado en el mercado respecto a la pronta adopción de la moneda única. El ingreso del país a la Eurozona ha sido el principal objetivo político del gobierno en los últimos años, por lo que un retraso en los plazos que se tenían presupuestados podría hacer que tanto las familias como las

empresas reaccionaran intentando convertir sus depósitos en moneda local en Euros. Si este efecto se produce en gran escala, Estonia podría pasar a una adopción de facto del Euro, si recibe suficiente financiamiento externo como para reemplazar la Corona Estonia. El FMI ha estimado que se necesitarían unos US\$ 4,4 Bill. para cubrir todos los depósitos en moneda local. Un escenario de este tipo podría también llevar a que las autoridades decidan suspender el sistema de *currency board* o tipo de cambio fijo, lo que generaría una fuerte depreciación de la Corona Estonia. Dado el alto nivel de depósitos en Euro en el país (más de un 30% del total) el término del sistema de tipo de cambio fijo podría, a su vez, llevar a que el Euro comience a ser utilizado masivamente pudiendo convertirse en la principal moneda en circulación en el país.

En la práctica, la adopción del Euro ha sido el paso siguiente a la adopción de un *currency board* en otros países. En ambos sistemas las autoridades económicas renuncian a la flexibilidad cambiaria y a la independencia en materia de política monetaria. Dado que en ambos casos los Bancos Centrales pierden su capacidad para aumentar la masa monetaria, la habilidad de las autoridades para estabilizar el sistema bancario se ve limitada. La principal diferencia entre un sistema en que se ha

adoptado el Euro y un *currency board* es que en este último la implementación de una política de depreciación es más fácil de concretar. Por lo mismo, para quienes en Estonia temen que el sistema de tipo de cambio fijo esté amenazado por las presiones que buscan la devaluación, la adopción del Euro, aunque sea de facto, puede ser una atractiva opción de credibilidad.

La alternativa a esto es iniciar un proceso de devaluación, aceptando las consecuencias que esto tendría para quienes mantienen deuda en Euros. De todos modos, la fuerte reducción en los salarios nominales ya está provocando efectos similares en términos del número de créditos que no han sido recuperados por los bancos. En este sentido, el banco sueco SEB, con gran participación en el mercado estonio, reconoció en mayo que sus pérdidas han aumentado gradualmente por los menores ingresos disponibles en la economía.

## PROYECCIONES Y CONCLUSIONES

Se espera que la economía de Estonia caiga más de un 10% durante el 2009, aunque existen proyecciones que prevén una contracción de la economía incluso superior al 15%. La profunda recesión que vive el país tiene sus orígenes tanto en los efectos de la crisis internacional como en los

desequilibrios internos que se generaron en los primeros años de esta década. El exceso de liquidez, la falta de competitividad, los desequilibrios en materia de flujos de capitales y sobre todo, la falta de políticas públicas correctivas, que evitaron el sobrecalentamiento y el endeudamiento excesivo, fueron algunas de las principales causas de la caída que, a partir de finales de 2007, comenzó a sufrir la economía del país.

A diferencia de otros países, la respuesta de las autoridades a la crisis ha dejado de lado la adopción de medidas relacionadas con una expansión del gasto fiscal o una política monetaria más expansiva. En lugar de ellos, el gobierno ha optado por concentrarse en la mantención de un bajo nivel de déficit fiscal para poder cumplir con los requisitos de acceso a la Zona Euro. Si bien esto puede complicar al corto plazo las posibilidades de Estonia de salir de la crisis, lo cierto es que la evolución futura que tenga la economía del país dependerá en gran medida de que tan pronto se pueda adoptar la moneda común europea. Tal como señaló una comisión del FMI, que visitó Estonia en mayo pasado, el mayor desafío para el 2009 será el control del gasto público. Una política fiscal prudente permitió a Estonia acumular reservas en los años de alto crecimiento, las que sin embargo se están erosionando en el actual escenario económico. Los

aumentos que hubo en los salarios, las pensiones y el gasto público deberán ser ajustados frente a un panorama que prevé tasas de crecimiento más bajas conforme la integración de Estonia con el resto de Europa se vaya consolidando.

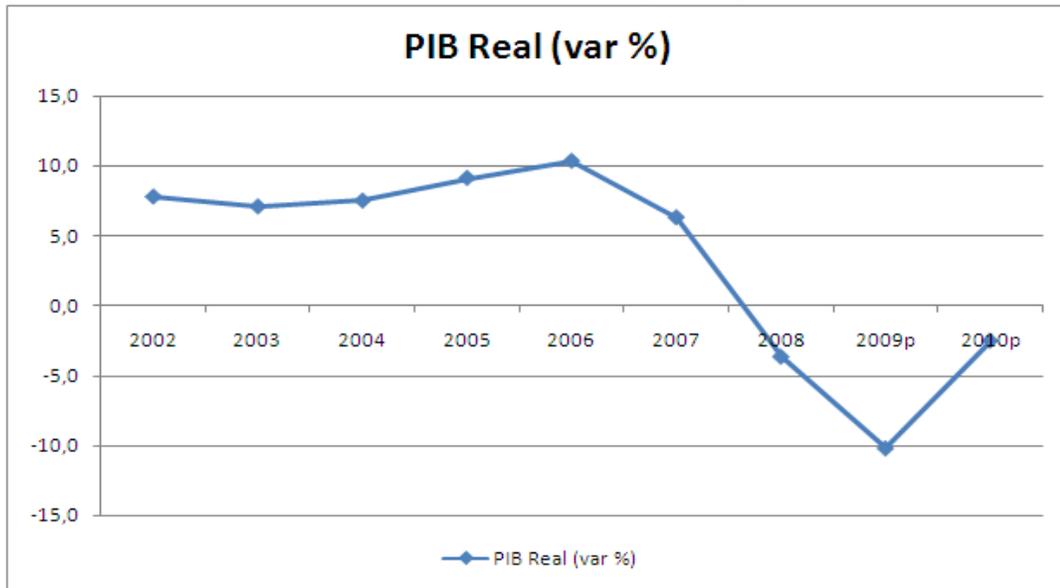
En todo caso, la economía de Estonia ha tenido un desarrollo notable en la última década, que sitúa su ingreso per cápita a un nivel medianamente alto y le permite avanzar en su apertura e integración a la Unión Europea, generando, a la vez, un rápido crecimiento del empleo.

**Cuadro N° 1**  
**Índices económicos de Estonia**

	2004	2005	2006	2007	2008	2009p	2010p
PIB Real (var %)	7,5	9,2	10,4	6,3	-3,6	-10,2	-2,5
Demanda Interna (var %)	10,5	13,3	16,3	17,6	9,2	-7,8	-0,1
Consumo Privado (var %)	11,6	13,8	17,3	16,4	6,1	-8,3	-0,7
Inversión (var %)	8,6	13,9	30,3	11,7	-9,2	-25,3	-0,9
Balanza comercial (USD mill)	-1082,2	-953,0	-2053,9	-2260,9	-957,7	-167,1	-423,2
Exportaciones (USD mill)	9579,3	12071,1	14419,0	15448,2	16448,2	13655,5	13600,5
Importaciones (USD mill)	10661,4	13024,0	16472,9	17709,1	17406,0	13822,6	14023,8
Cuenta Corriente (% del PIB)	-11,7	-10,0	-16,7	-18,1	-9,4	-6,5	-5,4
Inflación (var %)	4,9	3,6	5,1	9,6	7,0	-0,5	-1,0
Balance Fiscal (% del PIB)	1,7	1,5	2,9	2,7	-3,0	-3,7	-2,9

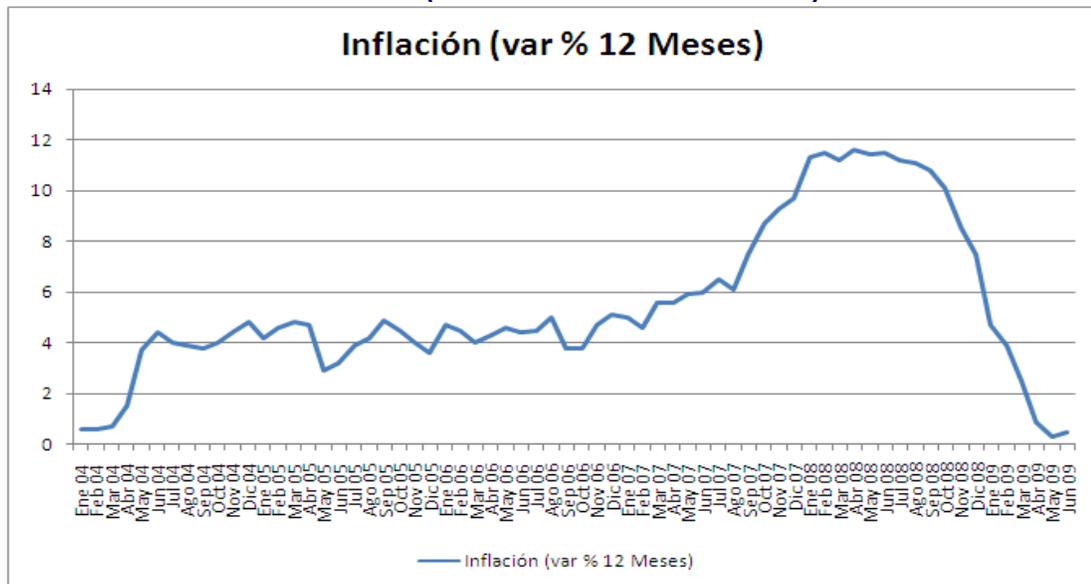
Fuentes: FMI, Eurostat y Banco Central de Estonia.

**Gráfico N° 1**  
**Crecimiento del PIB (var %)**



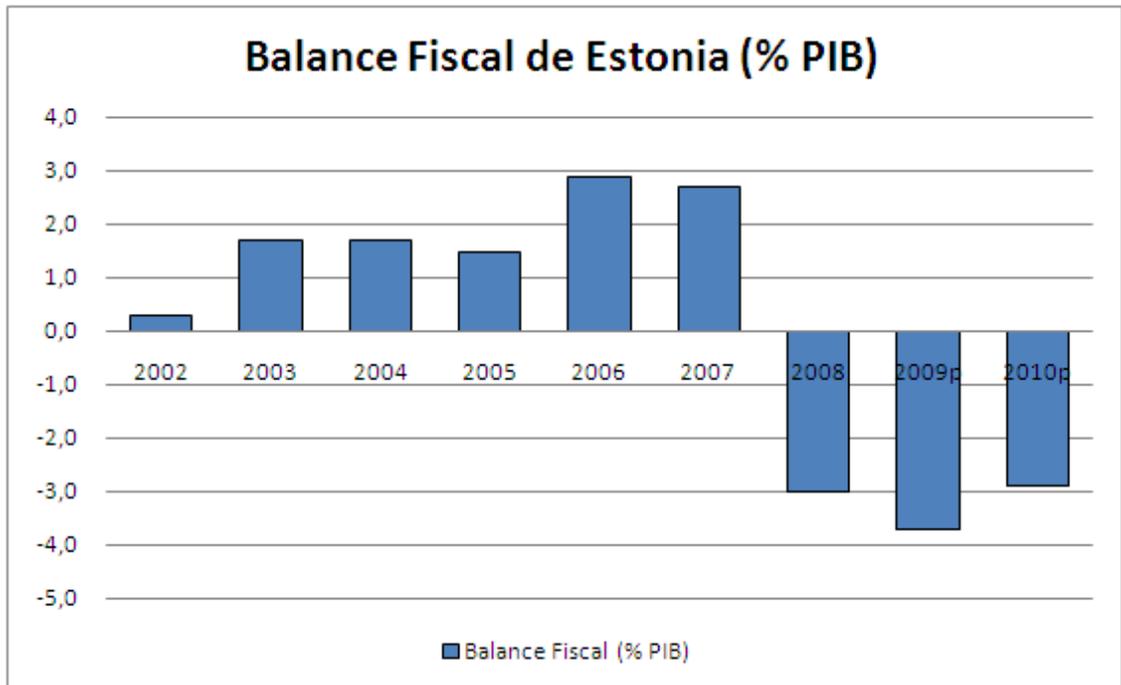
Fuente: FMI, Eurostat, The Economist.

**Gráfico N° 2**  
**Inflación (variación % en 12 meses)**



Fuente: Banco Central de Estonia.

**Gráfico N° 4**  
**Balance Fiscal (% del PIB)**



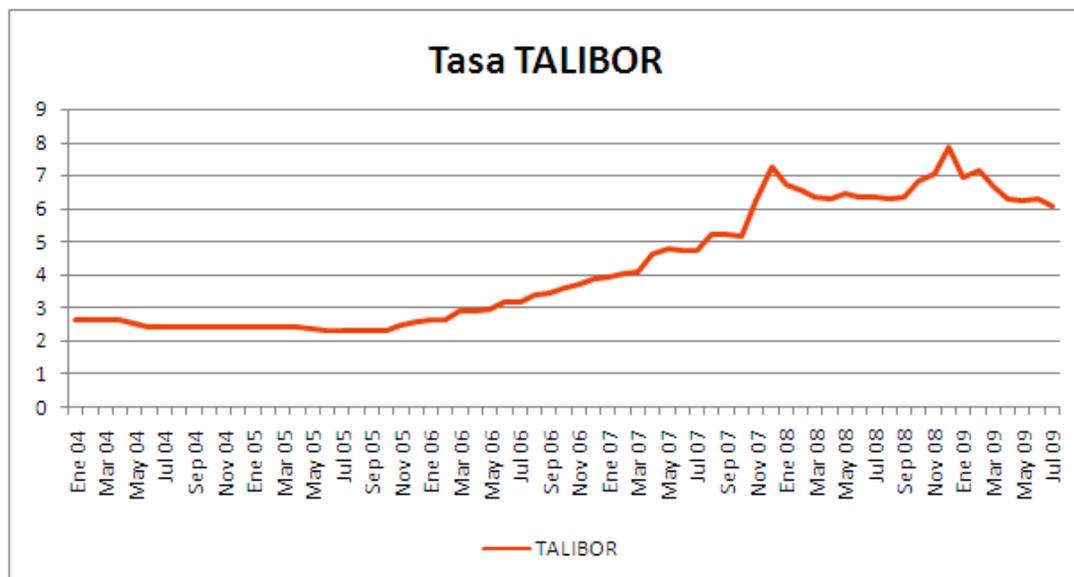
Fuente: FMI y The Economist.

**Cuadro N° 3**  
**Clasificaciones de riesgo**

	Moody's	S&P
Estonia	Ba1	A-

Fuente: Moody's y S&P

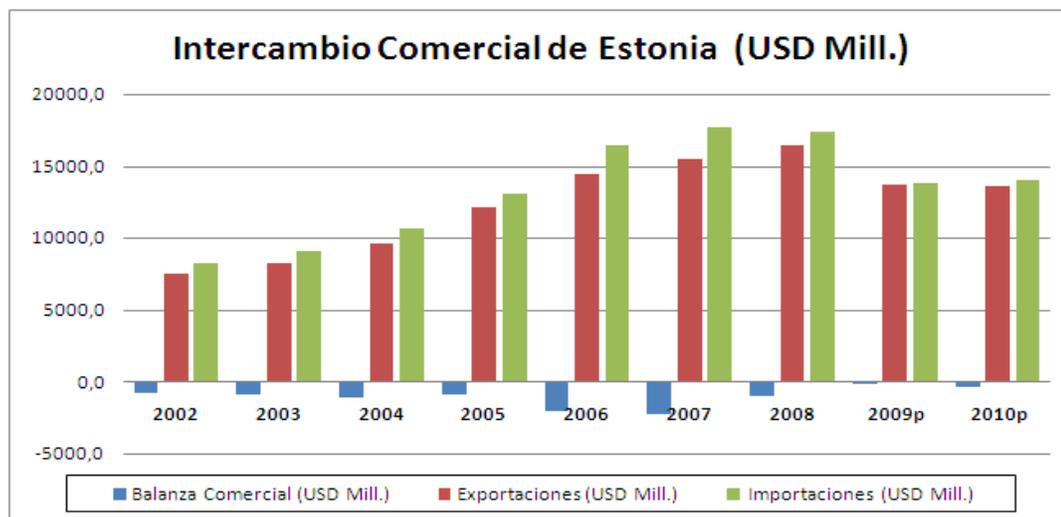
**Gráfico N° 3**  
**Evolución tasa de referencia de política monetaria**



Fuente: Banco Central de Estonia.

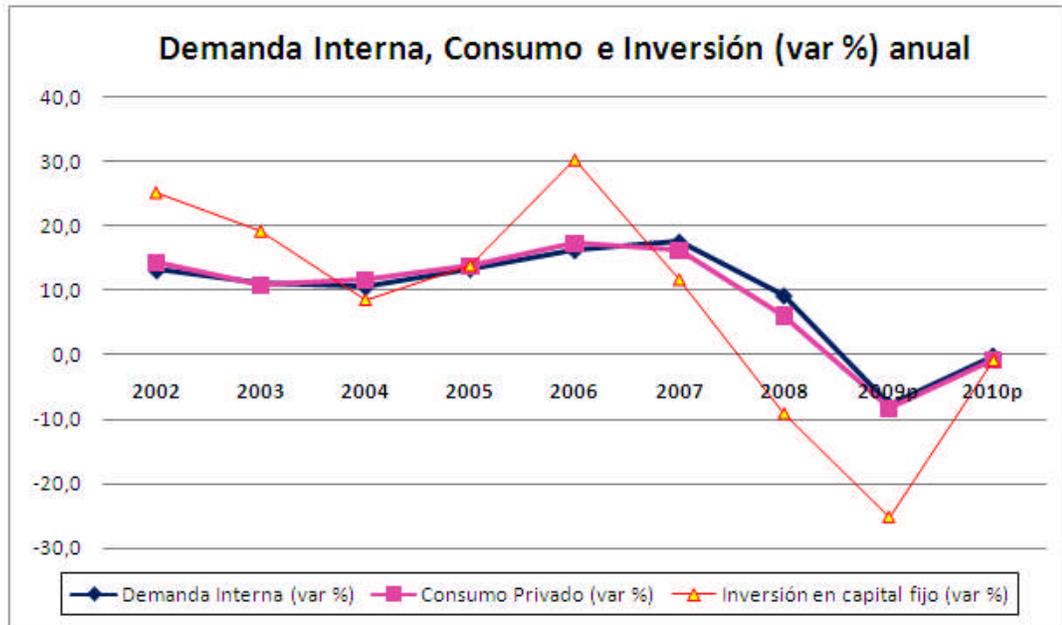
Nota: La tasa TALIBOR (Tallinn Interbank Offered Rate) es la tasa de referencia diaria para el mercado interbancario de Estonia. Estas tasas se establecen para operaciones de financiamiento a uno, dos, tres, seis o doce meses plazo por parte de subastas dirigidas por el Banco Central de Estonia y los principales bancos comerciales del país. El gráfico muestra la evolución de la tasa para operaciones a tres meses plazo.

**Gráfico N° 5 Balanza Comercial**



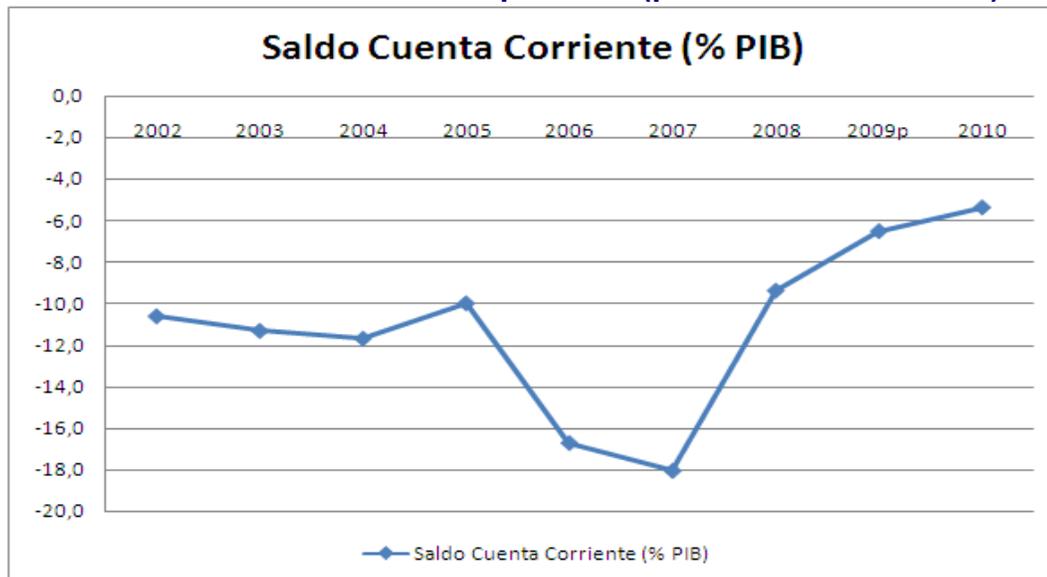
Fuente: Banco Central de Estonia y Eurostat.

**Gráfico N° 6**  
**Demanda Interna, Consumo e Inversión**



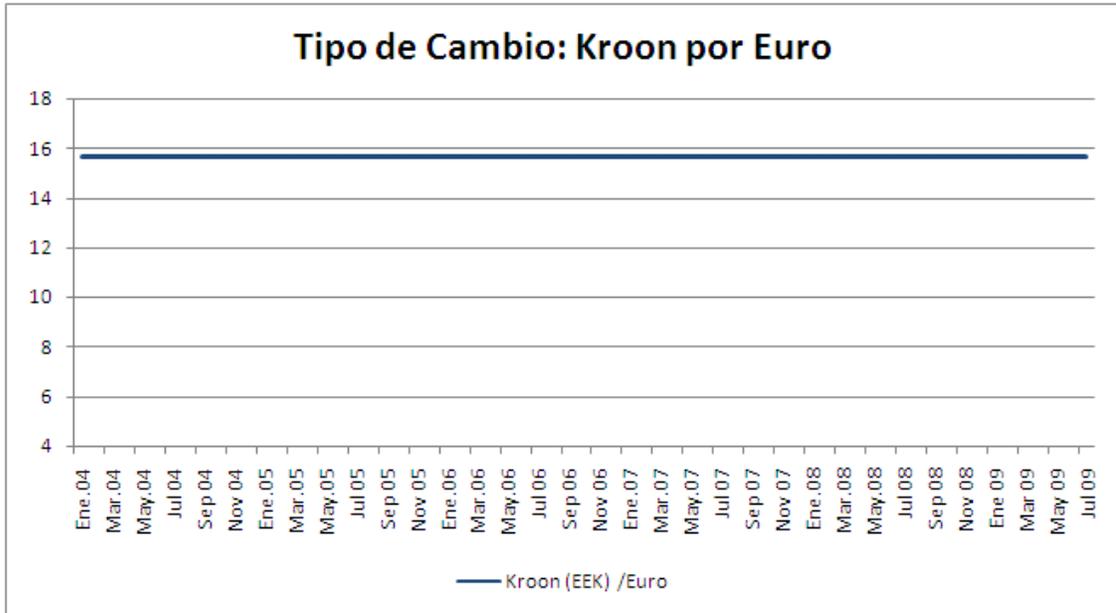
Fuente: Eurostat y Banco Central de Estonia:

**Gráfico N° 7**  
**Tipo de cambio**  
**Paridad Corona Estonia por Euro (promedios mensuales)**



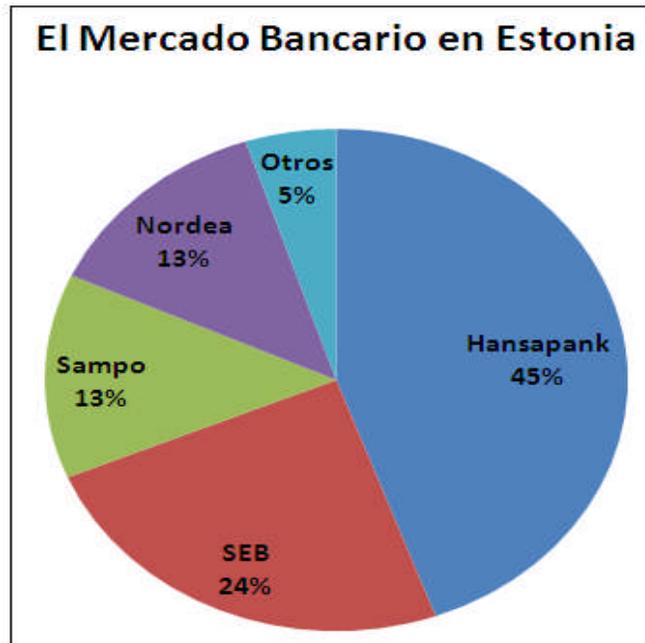
Fuentes: FMI y Eurostat.

**Gráfico N° 7**  
**Tipo de cambio**  
**Paridad Corona Estonia por Euro (promedios mensuales)**



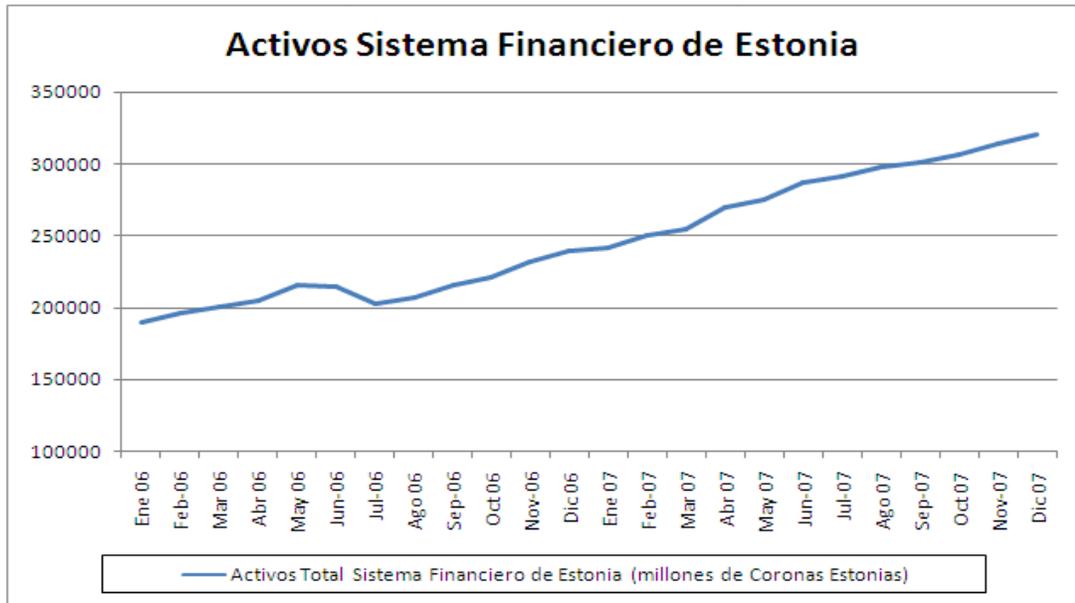
Fuente: Eurostat

**Gráfico N°8**  
**Participación de Mercado en el Sistema Bancario de Estonia.**



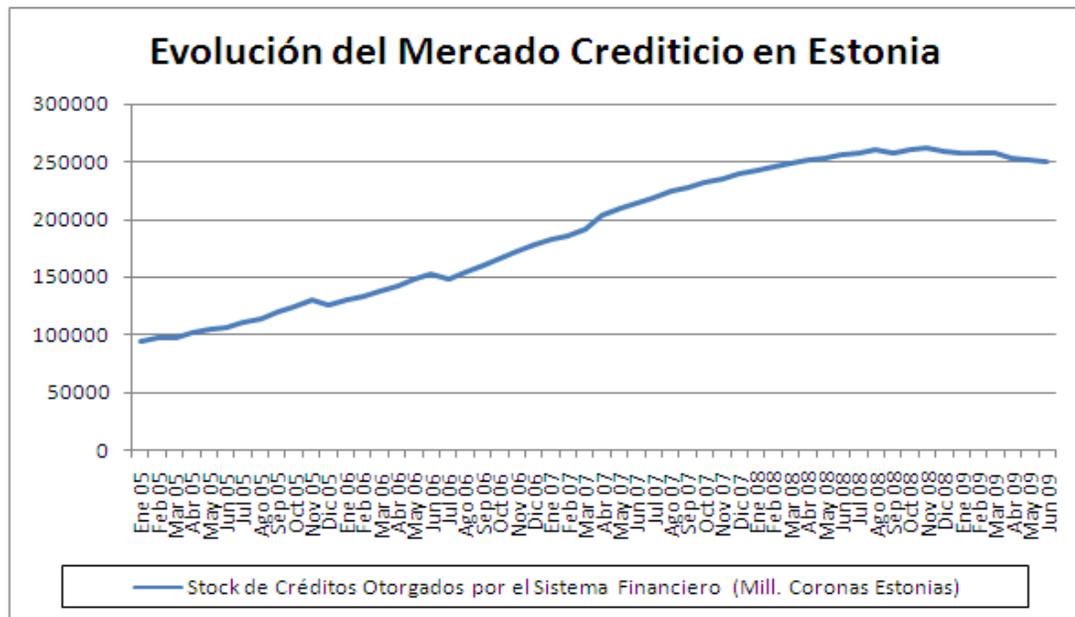
Fuente: Estimaciones del FMI

**Gráfico N° 9**  
**Evolución de los Activos Financieros antes de la Crisis**  
**(Mill. de Coronas Estonias)**



Fuente: Banco Central de Estonia.

**Gráfico N° 10**  
**Evolución del Crédito en Estonia (Mill. Coronas Estonias)**



Fuente: Banco Central de Estonia

Nota: Las cifras corresponden al total de créditos acumulados por el sector público, instituciones financieras, empresas y personas.

**Gráfico N° 11**  
**Intercambio Comercial de Chile y Estonia (millones de USD)**



Fuente: Servicio Nacional de Aduanas.