

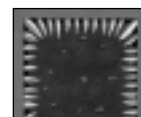
Adaptación y desarrollo del sector financiero de los nuevos Estados miembros de la UE

M.^a Ángeles Rodríguez Santos*
Ana Fernández-Ardavín Martínez*

La adhesión a la UE de los países del Este y Centro de Europa ha afectado a los mercados financieros de los mismos, que se han visto influidos por la necesidad de incorporar el acervo comunitario. El objetivo de este trabajo es ver cuál era la situación de los mercados financieros de los países del Este y Centro de Europa cuando se inicia la transición, como han ido evolucionando de cara a la perspectiva de la adhesión a la UE, como se ha progresado en cuanto a la liberalización del sector y analizar cuál es su situación actual.

Palabras clave: sector financiero, economías en transición, liberalización, privatizaciones, política monetaria, intermediación financiera, Países del Este y Centro de Europa, Unión Europea.

Clasificación JEL: G15, O52.



COLABORACIONES

1. Introducción

La desintegración del bloque comunista y la desaparición del Consejo de Asistencia Económica Mutua (COMECON) del que formaban parte los países del Este y Centro de Europa, junto con la caída del Muro de Berlín, el 17 de noviembre de 1989, el desmoronamiento de la Unión Soviética y, como consecuencia, el final de la guerra fría, supusieron un cambio en el orden geopolítico que había venido existiendo y la desaparición de los antiguos modelos de equilibrio internacional. La nueva situación que surgiría de los cambios que se sucedieron en

los países del Este y Centro de Europa serviría como estímulo para que los Estados miembros de la Unión Europea (UE) avanzasen en la integración, articulándose los mecanismos precisos para la ampliación de la UE a dichos países. Después de un intenso proceso de negociaciones, el cumplimiento de los criterios de adhesión o criterios de Copenhague en Chipre, Eslovenia, Eslovaquia, Estonia, Hungría, Letonia, Lituania, Malta, Polonia y República Checa ha permitido la firma del Tratado de Adhesión el 16 de abril de 2003, en Atenas (1). Estos países

(1) Chipre y Malta no son economías en transición y poseen un sector financiero con unas características más próximas al área del euro. Por esta razón no se incluyen en el estudio. Bulgaria y Rumania aún no han finalizado las negociaciones para la adhesión a la UE.

* Profesoras de Economía Aplicada. Universidad Nacional de Educación a Distancia.

son miembros de la UE desde mayo de 2004 (2).

En los países del Este y Centro de Europa, la transición afectó a todos los aspectos de la vida cotidiana porque la transición política, desde un régimen de carácter totalitario a un sistema democrático, y la transición económica, desde una economía centralmente planificada a una economía de libre mercado y abierta, son en última instancia una transición social. Los objetivos económicos básicos de la transición eran incrementar la eficiencia económica y estimular el crecimiento. Para ello había que alcanzar la estabilización macroeconómica, liberalizar los mercados y los precios, reestructurar y privatizar las empresas del Estado y redefinir el papel del mismo.

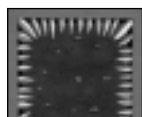
Los sistemas financieros de los países del Este y Centro de Europa bajo planificación central se mantuvieron intactos hasta que se produjeron los primeros cambios políticos. Funcionaban con una estructura institucional rudimentaria que no proporcionaba alternativa a la financiación bancaria, mercados monopolizados y precios de los productos altamente distorsionados. Las economías de estos países no tenían ninguna experiencia en el ámbito de la competencia, extranjera o nacional, cuando se embarcaron en la transformación económica.

En este contexto, era necesario poner en marcha mecanismos de financiación. Sin estos instrumentos no se podrían acometer las políticas de reforma. Además, la ausencia de estos instrumentos también priva a los responsables políticos de señales vitales del mercado para considerar la oferta y demanda de capital y las expectativas de precios para el corto y

largo plazo. Como consecuencia, las economías en transición de los países del Este y Centro de Europa tuvieron que poner en marcha las medidas necesarias para desarrollar intermediarios financieros eficientes y mercados de crédito y capital que movilizasen el ahorro interno de forma óptima, mejorasen la asignación de los recursos, estableciesen mecanismos de pagos y facilitasen la aplicación de la política monetaria. Al iniciarse el proceso de reformas, se creó un sistema bancario diferenciado cediendo los bancos centrales nacionales las operaciones bancarias comerciales tradicionales y haciéndose cargo los bancos comerciales de las operaciones propias de la intermediación financiera. Aunque los primeros años de la transición los bancos comerciales continuaron siendo propiedad estatal.

Actualmente los nuevos Estados miembros están inmersos en un proceso de fortalecimiento y desarrollo económico. Influidos por el contexto internacional y su inclusión en la UE, estos países (3) han ido introduciendo nuevos instrumentos financieros y nuevas tecnologías que están determinando la estructura y funcionamiento de los mercados financieros. Asimismo, el proceso de convergencia macroeconómica con la UE ha venido estimulando el desarrollo de los mismos.

Los cambios y problemas a los que se han estado, y están, enfrentándose los nuevos Estados de la UE no son sustancialmente diferentes de aquellos a los que se enfrentaron los antiguos Estados miembros de la UE (los acuerdos de Basilea, el incremento de la cooperación transfronteriza, las actividades de supervisión, la evaluación de nuevos productos



COLABORACIONES

(2) El Tratado de Adhesión ha sido ratificado tanto por los nuevos como por los antiguos Estados miembros de la UE.

(3) Eslovenia, Eslovaquia, Estonia, Hungría, Letonia, Lituania, Polonia y República Checa.

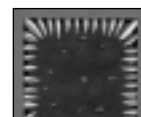
financieros, ejecución del normas internacionales de contabilidad, evitar problemas de riesgo moral, entre otros). Es cierto que la perspectiva de adhesión ha sido un autentico revulsivo para la reforma de la estructura legal de estos países en el sector financiero. La mayoría de ellos han actualizado sus leyes para hacerlas compatibles con las directivas europeas. Del mismo modo los movimientos de capitales y la prestación de servicios financieros van siendo paulatinamente liberalizados. Pese a estos avances todavía son numerosas las carencias legales. Los nuevos Estados miembros tienen que completar las directivas de la UE sobre cuestiones bancarias y financieras y aún deben avanzar más en las reformas estructurales relacionadas con la aplicabilidad y el reforzamiento de las leyes en este sector.

2. El proceso de liberalización financiera

Hasta el año 1990, la situación del sector financiero en estos países era desoladora, no había experiencia ni capital pero sí grandes necesidades de financiación. En las economías centralmente planificadas del Este y Centro de Europa, los mercados financieros consistían en su mayoría en un sistema monobanco, que realizaba funciones de banco comercial y de banco central; las condiciones de los depósitos y préstamos estaban previamente planificadas. El sector bancario estaba formado por unas pocas instituciones especializadas, cada una de ellas ejerciendo un monopolio en un área determinada (depósitos para el público, financiación para el comercio exterior, etcétera). No existían bancos reales, tampoco mercados de capital. En términos generales, el sector financiero de los nuevos Estados miembros es aún pequeño y

no está plenamente desarrollado en cuanto a segmentos e instrumentos del mercado. Para entender su situación actual hay que tener en cuenta que estos países han atravesado por un profundo proceso de transición, a todos los niveles, caracterizado por la inestabilidad y reestructuración.

Para los nuevos Estados miembros, la creación de mercados liberalizados e instituciones efectivas en el sector financiero está siendo un cambio significativo, especialmente cuando los sistemas bancarios basados en el mercado y los mercados de capital se han creado de la nada. Desde el punto de vista macroeconómico, la existencia de un sector financiero desarrollado es especial en cuatro sentidos. *Primero*, en ausencia del mismo una crisis bancaria puede ocasionar costes fiscales considerables. *Segundo*, la solidez en este sector es crucial para asegurar un mecanismo de transmisión monetaria efectivo y predecible. *Tercero*, la eficiencia de la intermediación es clave para el crecimiento de la financiación. Y *cuarto*, el control del riesgo en este sector es una salvaguardia crucial contra los problemas que podrían surgir por el incremento de los niveles de entradas de capital creadoras de deuda, cuando la balanza de capital se está liberalizando progresivamente. En esta misma línea, la experiencia ha demostrado que países con sistemas financieros desarrollados disfrutaban de un crecimiento mayor y más estable a largo plazo, a través de la canalización de los ahorros hacia inversiones productivas. Un sector financiero saneado facilita las reformas necesarias del sector real de la economía para conseguir un mayor crecimiento y es capaz de aumentar la tasa de ahorro. A esto se suma el hecho de que la estabilidad financiera es básica para facilitar la ejecución de la política monetaria.



COLABORACIONES

Desde mediados de la década de los noventa, la infraestructura del mercado y la eficiencia han mejorado y los mercados financieros están ahora empezando a parecerse más a los de los miembros de la UE-15. En el proceso de adaptación del sector financiero de los nuevos Estados miembros al acervo comunitario ha jugado un papel importante el Libro Blanco de 1995 (4). La libre circulación de servicios, ha mejorado la normalización, especialmente en la legislación sobre bancos, incluidos los extraterritoriales, y compañías de seguros, aunque la capacidad administrativa de supervisión de los servicios financieros todavía debe mejorar. El principio de supervisión en el país de origen no exonera a las autoridades locales de toda responsabilidad, al contrario, deben evaluar meticulosamente el posible incremento del riesgo sistémico y, junto con las autoridades supervisoras extranjeras, asegurar una supervisión europea consolidada. Todos estos riesgos se hacen más acuciantes en un entorno de libertad de movimientos de capitales, lo que incrementa la volatilidad y los peligros de contagio. Hay que tener en cuenta que esta liberalización ha impulsado en muchos casos entradas de capital a corto plazo de carácter claramente especulador. Una supervisión y regulación eficiente son los mejores instrumentos para contrarrestar los efectos perjudiciales de la liberalización de los capitales y disminuir las imperfecciones del mercado (5).

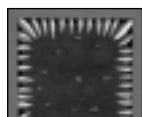
En términos generales, los nuevos Estados miembros están listos para la aplicación del pasaporte único. Este hecho no debería suponer cambios importantes en los préstamos de estos países puesto que sus mercados bancarios son bastante competitivos y hay una fuerte presencia de instituciones extranjeras, estando el mercado incluso algo saturado. La propiedad extranjera en el mercado financiero de los países del Este y Centro de Europa está por encima del 65 por 100 y será mayor cuando se den por concluidas las privatizaciones. En este sentido, la introducción del pasaporte único supondrá cambios *de iure* pero no *de facto*. Sí es probable que se produzca la entrada de nuevos productos financieros, incrementándose así la competencia en este área.

En el proceso de liberalización del sector financiero también desempeña un papel importante el Plan de Acción sobre Servicios Financieros (PASF) adoptado por la Comisión en mayo de 1999 (6). Con este Plan la UE intenta completar el mercado único en el ámbito de los servicios financieros y en la medida en que forma parte del acervo comunitario es extensivo a los nuevos Estados miembros. Este Plan recoge una serie de objetivos entre los que figuran los siguientes: asegurar la estabilidad continuada de los mercados financieros de la UE y eliminar los obstáculos para la integración de los mismos, desarrollar mercados abiertos y seguros para los servicios financieros al por menor, fortalecer los acuerdos para un supervisión efectiva de las instituciones financieras y la gestión de las

(4) COM (95) 163 final. *Libro Blanco. Preparación de los países asociados de Europa Central y Oriental para su integración en el mercado interior de la Unión*. Este documento identifica las medidas fundamentales en cada sector del mercado interior y sugiere cómo debería llevarse a cabo la aproximación de la legislación de los países del Este y Centro de Europa.

(5) Información asimétrica, riesgo moral, selección adversa o comportamiento gregario.

(6) COM (1999) 232. El Consejo Europeo ha establecido que las medidas recogidas en el PASF deben completarse en el año 2005 para la UE de los quince.



COLABORACIONES

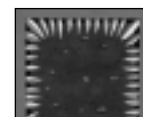
crisis financieras con un carácter transfronterizo. Esta iniciativa trata de aprovechar las ventajas que brinda la introducción del euro y garantizar la estabilidad y competencia de los mercados financieros de la UE y para ello viene desarrollando nuevas directivas y modificando, en ocasiones, las existentes.

En los nuevos Estados miembros, aunque los mercados de capital son eficientes y se han desarrollado rápidamente, a menudo aún no realizan plenamente su función fundamental de proporcionar una alternativa efectiva a los fondos bancarios. Esto refleja una falta de aplicación de las regulaciones y una transparencia insuficiente, y explica el bajo nivel de crédito del sector privado, la proporción relativamente amplia de préstamos fallidos en las cuentas de los bancos en algunos de estos países o el diferencial excepcionalmente alto entre tipos de préstamo y tipos de depósito (Cuadro 1).

2.1. Liberalización de la balanza de capital

Las entradas de capital han contribuido a disminuir el coste de la inversión financiera y han sido una fuente clave para la financiación de la creciente demanda de inversión, y sobre todo en los países del Este y Centro de Europa más avanzados.

Según los últimos datos del FMI, aún mantienen controles sobre la transacciones de capital los diez países del Este y Centro de Europa aunque Lituania y Letonia son los que mayores progresos han hecho en este sentido, seguidos por Hungría, Estonia y la República Checa. Merece especial atención Hungría que en junio de 2001 liberalizó los movimientos de capital a corto plazo, para permitir al mercado tratar con el incremento del riesgo de tipo de cambio, y que en poco más de un año ha eliminado la mayoría de los controles sobre las transacciones de capital, con las consecuencias que ese rápido desmantelamiento pueda



COLABORACIONES

		CUADRO 1 TIPOS MEDIOS DE INTERÉS A CORTO PLAZO EN LOS PAÍSES DEL ESTE Y CENTRO DE EUROPA (1) (Porcentaje anual)								
		1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Lituania	Tipo de interés activo	91,8	62,3	18,4	12,5	13,8	11,5	12,6	11,8	9,4
	Tipo de interés pasivo	88,3	48,4	20,1	14,0	7,9	6,0	4,9	3,8	2,9
Polonia	Tipo de interés activo	35,3	32,8	33,5	24,6	25,4	23,6	17,4	20,3	18,9
	Tipo de interés pasivo	34	33,4	26,8	17,3	17,2	16,8	10,4	13,5	11,2
Eslovaquia	Tipo de interés activo	14,41	14,6	16,9	14,4	15,1	14,5	10,7	9,8	9,7
	Tipo de interés pasivo	8,02	9,3	9,0	10,3	11,4	15,3	14,5	8,9	6,2
Rep.Checa	Tipo de interés activo	14,07	10,9	11,3	13,9	13,9	13,5	9,0	8,0	7,8
	Tipo de interés pasivo	7,03	9,4	9,6	9,4	11,1	11,4	5,8	4,4	3,8
Letonia	Tipo de interés activo	86,36	35,3	28,3	19,1	14,8	12,9	13,1	10,2	10,2
	Tipo de interés pasivo	34,78	31,7	14,8	11,7	5,9	5,3	5,1	4,4	5,2
Estonia	Tipo de interés activo	27,3	24,7	19,0	14,9	11,8	14,3	9,9	8,9	9,6
	Tipo de interés pasivo	--	11,5	8,7	5,9	6,2	8,1	4,1	3,7	4,1
Hungría	Tipo de interés activo	25,4	27,2	32,4	28,2	23,0	20,1	17,2	13,1	12,5
	Tipo de interés pasivo	15,7	20,3	24,8	20,6	17,6	15,4	12,6	9,2	9,0
Eslovenia	Tipo de interés activo	49,61	39,4	24,8	23,7	21,3	17,3	14,2	17,7	17,1
	Tipo de interés pasivo	32,65	28,1	15,4	15,1	12,7	10,4	7,1	9,8	10,2

(1) Para el periodo 1993-1995 los datos se han obtenido de las Estadísticas Financieras Internacionales (EFI) publicadas mensualmente por el FMI. Los tipos de interés medios a corto plazo activo y pasivo corresponden a los promedios del periodo. Los de activo consisten, en general, en los tipos medios de interés sobre préstamos concedidos por los bancos declarantes por un año. Los de pasivo corresponden a los tipos medios de depósito a la vista y a plazo o a los tipos medios de depósito a plazo, por el periodo de un año. Dichos tipos pueden no resultar totalmente comparables entre países en la medida en que varían el valor representativo de los bancos declarantes y los sistemas de valoración. Para el periodo 1996-2001 los datos se basan en las series mensuales de Eurostat.
Fuente: Comisión Europea, varios años.

CUADRO 2 LIBERALIZACIÓN DE LA BALANZA DE CAPITAL EN LOS PAÍSES CANDIDATOS DEL ESTE Y CENTRO DE EUROPA (A octubre de 2000)					
	Año de aceptación del artículo VIII del FMI ²	Índices de liberalización de la balanza de capital (1)			
		En conjunto	Inversión directa	Operacion. de crédito	Flujos de cartera
Rep. Checa	1995	73,7	100,0	62,5	70,0
Estonia	1994	97,6	100,0	100,0	100,0
Hungría	1996	59,5	100,0	75,0	33,3
Letonia	1994	97,6	100,0	100,0	100,0
Lituania	1994	85,7	83,3	62,5	100,0
Polonia	1995	55,3	100,0	75,0	35,0
Eslovaquia..	1995	23,7	83,3	50,0	0,0
Eslovenia ..	1995	40,5	83,3	37,5	25,0

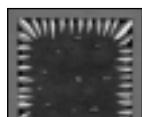
(1) Los índices han sido calculados entre 0 y 100, donde 100 representa el máximo grado de liberalización de los flujos de capital en consideración.
(2) Del Convenio Constitutivo del FMI que establece la prohibición a los países miembros de imponer, sin la aprobación del FMI, restricciones a los pagos, a las transferencias por transacciones internacionales corrientes o participar en regímenes monetarios discriminatorios y prácticas de tipos de cambio múltiples.
Fuente: FMI (2000), *World Economic Outlook*.

Eslovenia, Eslovaquia y Polonia cuentan aún con la mayoría de los controles para regular los flujos de capital a corto plazo. En Polonia, los principales tipos de transacciones se han liberalizado desde la entrada en vigor de la ley sobre divisas en enero de 1999 y la mayoría de las restricciones pendientes se aplican a los movimientos de capital a corto plazo (adquisición de obligaciones a corto plazo e instrumentos financieros derivados por residentes en el extranjero y por extranjeros en el país). Un impacto potencialmente importante de la liberalización de las entradas de capital a medio plazo podría venir por la relajación de las reglas de inversión sobre inversores institucionales.

De entre los países que abrieron negociaciones más tarde, se observa que, con la excepción de Letonia y Lituania, el resto de países se encuentran bastante rezagados en este ámbito (7). En Letonia los movimientos de capital han sido liberalizados en su mayoría y la eliminación de las últimas restricciones es poco probable que afecte de forma notable a los flujos

(7) En general, los mercados de capital búlgaros y rumanos están infradesarrollados.

tener sobre su economía. En Estonia, los movimientos de capital han sido esencialmente liberalizados hace varios años, con la excepción de algunas restricciones específicas sobre las entradas de inversión directa extranjera. Lo mismo sucede con las disposiciones referidas a los servicios financieros transfronterizos. En el ámbito de los seguros aún permanecen algunos controles que tendrán que eliminarse para cumplir con el acervo comunitario.



COLABORACIONES

CUADRO 3 CONTROLES PENDIENTES SOBRE LAS TRANSACCIONES DE CAPITAL EN LOS PAÍSES DEL ESTE Y CENTRO DE EUROPA										
	B	EsL	EsLv	E	H	Lt	Ltu	P	R	R Ch
<i>Controles sobre</i>										
Obligaciones del mercado de capital	•	•	•					•	•	•
Instrumentos del mercado monetario	•	•	♦					•	•	
Valores de inversión colectiva	•	•	•						•	
Derivados y otros instrumentos	•	•							•	
Créditos comerciales			♦					•		
Créditos financieros	•		♦					•		
Garantías, fianzas e instrumentos de apoyo financiero.	•		♦					•		
Inversión directa	•	•	•	•		•	•	•		•
Liquidación de inversiones directas										
Transacciones inmobiliarias	•	•	•	•		•	•	•	•	•
Movimientos de capital privado	•		♦	•				•	•	
<i>Provisiones específicas para</i>										
Bancos comerciales y otras instituciones de crédito	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•
Inversores institucionales				•		•	•	•	♦	•

B: Bulgaria (a 31 de diciembre de 2002), EsL: Eslovenia (a 28 de febrero de 2003), EsLv: Eslovaquia (a 31 de enero de 2003), E: Estonia (a 31 de marzo de 2003), H: Hungría (a 31 de diciembre de 2002), Lt: Letonia (a 31 de diciembre de 2002), Ltu: Lituania (a 31 de enero de 2003), P: Polonia (a 31 de diciembre de 2002), R Ch: República Checa (31 de diciembre de 2002), R: Rumania (a 31 de enero de 2003).
• Indica que la práctica especificada es un rasgo del sistema de cambio.
♦ Indica que la práctica especificada no está regulada.
Fuente: FMI (2003), *Annual report on exchange arrangements and exchange restrictions*.

netos de capital. En general, Lituania se encontraría en la misma situación. Pero en este país aún no se permite a los residentes abrir cuentas en bancos extranjeros sin permiso del banco central. Respecto a los fondos de pensiones, no se permite invertir más que el 30 por 100 de sus activos en obligaciones extranjeras.

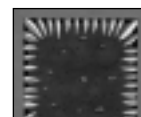
Uno de los mayores retos para los nuevos Estados miembros es controlar el incremento de las entradas de capital mientras liberalizan su balanza de capital. A pesar de las diferencias en los acuerdos de tipo de cambio entre los países del Este y Centro de Europa, la mayoría de éstos han logrado un grado bastante bueno de apertura en su balanza de capital. El acervo comunitario obliga a los países a mantener la libertad de los movimientos de capital con el resto de la UE, aunque pueden obtenerse para ciertos tipos de flujos de capital, como los de corto plazo, derogaciones transitorias y salvaguardias, que permitan restricciones temporales sobre los movimientos de capital en el caso de dificultades en la balanza de pagos (8). Si todo este proceso no se acompaña de políticas estructurales y macroeconómicas consistentes, la liberalización de la balanza de capital puede plantear riesgos para la estabilidad financiera y macroeconómica.

Las motivaciones para imponer controles de capital difieren entre países e instrumentos. Los controles de flujos de capital a corto plazo están motivados por el deseo de evitar cambios repentinos en las entradas y salidas de capital, que amenazarían la estabilidad cambiaria y/o minarían la liquidez o solvencia de las instituciones financieras nacionales. En una visión de conjunto se puede concluir

que Hungría, República Checa, Estonia, Letonia y Lituania han liberalizado la mayoría de los movimientos de capital.

2.2. Política monetaria

La transición monetaria en los países del Este y Centro de Europa se centró fundamentalmente sobre el *status* del Banco Central y la gestión de la política monetaria. El establecimiento del sistema bancario a dos niveles no solo creó bancos comerciales sino también bancos centrales al modo occidental, que hasta entonces no habían existido en la región. La consecución de tasas de inflación razonablemente bajas era el problema más importante y el objetivo político de todos los gobernadores de los bancos centrales de los países del Este y Centro de Europa. Esto hizo que se comenzase a trabajar en la independencia de los bancos centrales nacionales del poder político (9), ya que en términos generales, bancos centrales más independientes reparten menos inflación. A pesar del relativamente elevado grado de independencia (10) que las leyes daban a los nuevos bancos centrales nacionales, los gobiernos tenían varias formas de ejercer presiones sobre ellos para relajar la política monetaria cuando pensaban que era políticamente importante.



COLABORACIONES

(9) La independencia de los Bancos Centrales nacionales forma parte del acervo de la UE. El repaso de la situación estatutaria de los bancos centrales nacionales de los países del Este y Centro de Europa, permite afirmar que todos ellos han revisado en los últimos años los estatutos de sus bancos nacionales de cara a su inclusión en la UE.

(10) El primer intento de construir un índice sobre la independencia de los bancos centrales e investigar la independencia del banco central a través de un análisis económico de la conducta observada en la República Checa, Hungría, Polonia y Eslovaquia lo presentó Siklos en 1994 que concluyó que, comparado con las economías de mercado, las leyes de los bancos centrales de estos países daban un grado razonable de independencia a los mismos.

(8) Sólo unos pocos países han solicitado periodos transitorios y en la mayoría de los casos tienen que ver más con áreas que no son especialmente importantes desde el punto de vista de la política monetaria.

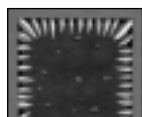
En general, los bancos centrales nacionales de los nuevos Estados miembros solo han venido informando de M_1 y M_2 pero no de la gran parte del ahorro privado en los bancos (M_3). Las reservas oficiales disponibles en euros son suficientes para cubrir M_1 pero no el ahorro privado por lo que los bancos centrales de la región están aún en proceso de acumulación de capital, aunque si se añaden las reservas netas del sector bancario la situación mejora algo.

Una diferencia fundamental entre un sistema centralmente planificado y uno basado en el mercado radica en el papel de la política monetaria puesto que en el primero la política monetaria no tiene razón de ser. Esto permite explicar que al comienzo del proceso de transformación, los países del Este y Centro de Europa no tuvieran la infraestructura institucional y técnica necesaria para realizar la función de control monetario. Con el fin de solucionar este problema se crearon bancos centrales desprendidos de las funciones de banca comercial. Esta separación tuvo lugar en Hungría en 1987, en Polonia y Bulgaria en 1989 y en la antigua Checoslovaquia y Rumania en 1990. Al mismo tiempo, se realizaron esfuerzos para facilitar el desarrollo de los mercados financieros, intentando crear un marco adecuado para la ejecución de la política monetaria.

En la mayor parte de los países del Este y Centro de Europa, el endurecimiento de la política financiera a principios de los años 90 se acompañó de un mayor uso de los instrumentos de control monetario basados en el mercado como la disponibilidad de refinanciamiento del banco central, aunque al estar en una etapa de desarrollo inicial la mayoría de los países recurrían a límites directos al crédito sobre los bancos y a la persuasión moral como manera de mantener

condiciones monetarias suficientemente restrictivas, con la salvedad de Hungría con un sistema financiero que había comenzado a evolucionar un tiempo atrás. Por otro lado, el escaso desarrollo de los mercados secundarios limitó la capacidad de realizar operaciones de mercado abierto por lo que eran los gobiernos los que regulaban la liquidez mediante el control más o menos directo del crédito bancario. Sin embargo, estas medidas constataron que eran un instrumento demasiado rígido al distorsionar la asignación de crédito y restringir la competencia entre los bancos. Esta situación hizo que se articulasen mecanismos más flexibles según se fueron desarrollando los mercados financieros. La disminución del papel de los límites al crédito de bancos fue generalizada. En concreto, Polonia introdujo letras del tesoro como instrumento de financiación del gobierno en mayo de 1991 y el mercado interbancario de dinero adquirió mayor importancia a partir de 1992. En Checoslovaquia los límites al crédito fueron eliminados en 1992, pero Eslovaquia los restableció en 1993, aunque a niveles que generalmente no eran restrictivos. Pero, incluso en los casos en los que se mantuvieron los límites, se crearon instrumentos complementarios como los créditos de refinanciación u otras modalidades de operaciones de regulación de crédito por los bancos centrales. En este contexto, también se planteó la cuestión de cómo fijar los tipos de interés, puesto que era complicado liberalizarlos. Hasta 1994, los tipos de interés desempeñaron una función poco activa en la asignación de los recursos disponibles y en lucha contra la inflación (11).

(11) Se trató de fijarlos en niveles que fueran positivos en términos reales, medidos en relación con la inflación proyectada en los programas de estabilización. En esta situación apareció el problema de credibilidad de



COLABORACIONES

CUADRO 4
INVERSIÓN DIRECTA EXTRANJERA
(FLUJOS NETOS REGISTRADOS EN LA BALANZA DE PAGOS, MILLONES DE DÓLARES USA)

	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003 (1)
Rep. Checa	n.d.	n.d.	n.d.	983	563	749	2.526	1.276	1.275	3.591	6.234	4.943	4.820	8.226	5.000
Estonia.....	n.d.	n.d.	n.d.	80	156	212	199	111	130	574	222	324	343	185	200
Hungría.....	187	311	1.459	1.471	2.328	1.097	4.410	2.279	1.741	1.555	1.720	1.123	2.255	598	1.288
Letonia.....	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	50	279	245	379	515	303	331	400	151	388	350
Lituania.....	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	30	31	72	152	328	921	478	375	439	714	550
Polonia.....	n.d.	0	117	284	580	542	1.134	2.741	3.041	4.966	6.348	8.171	6.928	3.700	6.000
Eslovaquia	10	24	82	100	107	236	194	199	84	374	701	2.058	1.460	4.007	2.000
Eslovenia..	-14	-2	-41	113	111	129	161	167	303	221	59	71	371	1.790	230
Bulgaria	n.d.	4	56	41	40	105	98	138	507	537	789	1.003	641	430	900
Rumania ...	n.d.	-18	37	73	87	341	417	415	1.267	2.079	1.025	1.051	1.154	1.080	1.100

Notas:

- Para la mayoría de los países, las cifras cubren sólo la inversión en acciones y en algunos casos aportaciones de todo tipo.
- Para los países (por ejemplo Estonia y Eslovaquia) en los que las inversiones netas en acciones no están disponibles, los datos más recientes incluyen ganancias reinvertidas así como transacciones inter-empresarial.
- Las entradas brutas de inversión directa extranjera son en algunos casos considerablemente más altas que las entradas netas a cuenta del incremento de los flujos de inversión intra-regional.

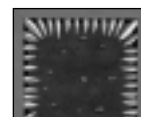
(1) Estimación.

Fuente: BERD, Informes actualizados sobre la transición, varios años.

Otro problema, respecto a la efectividad de la política monetaria, fue la dudosa calidad del activo de los bancos comerciales, que contribuyó a la aparición de un gran diferencial de tipos de interés entre operaciones activas y pasivas (Cuadro 1). Este problema se abordó a través de una combinación de acciones centralizadas tales como el reemplazamiento de los préstamos no redituales con bonos del gobierno a largo plazo, y de medidas tomadas por los bancos, como la constitución de reservas.

La fuerte afluencia de capitales externos contribuyó a una mejora de las reservas internacionales y suministró recursos para la inversión y para las privatizaciones, pero también dió lugar a un riesgo de pérdida del control monetario y de la inflación. Así, se abrió un dilema en el manejo de la política monetaria. Por ejemplo, en la República Checa, donde la entrada de capitales tuvo mayor repercusión, se tomaron medidas para impedir su

monetización, evitando efectos sobre los precios. No obstante, esto tuvo un coste para las autoridades monetarias debido al diferencial entre los tipos de interés sobre los instrumentos de esterilización y las reservas internacionales, ocasionando una apreciación real de la corona checa en términos efectivos. Aparentemente, el recurso al crédito externo por parte de las empresas ha reflejado la falta de facilidades de crédito a largo plazo en los bancos del país, cuya política crediticia seguía estando influida por



COLABORACIONES

CUADRO 5
ESTRATEGIAS DE LA POLÍTICA MONETARIA
EN LOS PAÍSES DEL ESTE Y CENTRO DE EUROPA
(Hasta diciembre de 2002)

Bulgaria	Objetivo de tipo de cambio (1)
Estonia	Objetivo de tipo de cambio
Lituania.....	Objetivo de tipo de cambio (1)
Letonia.....	Objetivo de tipo de cambio
Hungría.....	Objetivo de tipo de cambio (combinado con un objetivo directo de inflación)
Polonia	Objetivo directo de inflación
Eslovaquia...	No se ha establecido explícitamente un ancla nominal; más bien, el banco central controla un número de indicadores en la gestión de la política monetaria
Rep. Checa..	Objetivo directo de inflación
Eslovenia.....	Objetivo de tipo de cambio (combinado con un objetivo de agregado monetario)
Rumania	Objetivo de tipo de cambio (1)

Nota: Un país puede adoptar más de un ancla nominal en la gestión de la política monetaria, sin embargo, por razones prácticas, no sería posible determinar a partir del cuadro cual es el ancla nominal que desempeña la función más importante en la gestión de la política monetaria.

(1) Combinan el objetivo de tipo de cambio con un programa monetario respaldado por el FMI u otro programa monetario.

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del FMI (varios años).

aquellas proyecciones, surgiendo la dificultad de seleccionar un indicador de inflación adecuado, debido sobre todo a la disparidad de precios entre mayoristas y minoristas. Pero los mayores problemas surgieron en la ejecución de la política monetaria que, en ocasiones, hizo que se establecieran tipos de interés demasiado bajos, por ejemplo, en Rumania durante el periodo 1991-93.

la débil posición de sus balances. Finalmente, la forma más segura de aliviar el dilema planteado por estos flujos será una mejora de las finanzas públicas.

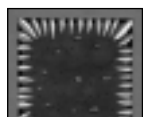
2.3. Política cambiaria

A comienzos del año 1991, todos los países de Europa Oriental, excepto la URSS, habían establecido los elementos esenciales para la convertibilidad de su moneda. Existían diferencias en la aplicación práctica de las reformas del sector exterior, debidas fundamentalmente a la situación económica específica de cada uno de ellos y a la disponibilidad de divisas. Estas diferencias se reflejaron en el grado de unificación de los tipos de cambio, las restricciones con respecto a la convertibilidad en el sector no empresarial (12), la determinación de los tipos de cambio y el alcance de las restricciones sobre las transacciones de la cuenta de capital.

La mayoría de los países del Este y Centro de Europa establecieron un tipo de cambio oficial unificado para las transacciones comerciales, aunque existían algunas restricciones temporales, que en su mayoría se aplicaban al comercio con otros países que habían formado parte del COMECON y a la disponibilidad de divisas por parte de las unidades familiares. En Hungría y Polonia los tipos de cambio oficiales para el comercio con las áreas de moneda convertible estaban, en general, unificados en los años ochenta y fueron eliminándose las diversas subvenciones cambiarias cuyo nivel dependía del usuario de las divisas (la mayor parte

del comercio se realizaba al tipo de cambio oficial para el comercio, pero las empresas también podían adquirir divisas en subastas). En Checoslovaquia se unificaron todos los tipos de cambio aplicables a las transacciones comerciales.

A primera vista, estas economías pequeñas, abiertas y con características comunes, localizadas en una misma área geográfica, parece que deberían haber optado por los mismos regímenes cambiarios. La literatura económica tradicional desarrollada desde los trabajos de Mundell (13) y McKinnon (14) sobre las áreas monetarias óptimas no han ayudado a explicar la diversidad de elecciones (15). Es cierto que a pesar de la existencia de rasgos económicos comunes entre los países del Este y Centro de Europa, y el objetivo final de ser miembros de la Unión Europea, los regímenes de tipo de cambio son muy diversos. Esta amplia diversidad cambiaria en los países del Este y Centro de Europa está ligada a sus rasgos estructurales y es un reflejo de la diversidad de enfoques de la política monetaria. Además, hay que tener en cuenta que la elección de un régimen de tipo de cambio está condicionada por factores históricos, las reacciones de las autoridades a los shocks económicos, el sistema preferido para reducir la inflación y la variedad de equilibrios político económico que han surgido después del colapso de la Unión Soviética, es decir, los factores específicos de los países,



COLABORACIONES

(12) En la mayoría de los países, la convertibilidad se limitaba al sector empresarial. Sin embargo, en Polonia los particulares podían adquirir divisas en el mercado paralelo al tipo de cambio en vigor. En Checoslovaquia, Hungría y Polonia los residentes podían mantener cuentas en moneda extranjera y utilizarlas libremente.

(13) MUNDELL, R. (1961), «A theory of Optimal Currency Areas», *American Economic Review*, volumen 1: 657-665.

(14) MCKINNON, R. D. (1963), «Optimal Currency Areas», *American Economic Review*, volumen 53: 717-725.

(15) La «nueva» teoría de las áreas monetarias óptimas, cuyas principales ventajas fueron resumidas por TAVLAS, G. (1993), «The new Theory of Optimal Currency Areas», *World Economic*, volumen 16: 663-85, ofrece una mayor intuición en la elección hecha por las economías en transición.

incluyendo la situación política y las condiciones económicas particulares. Así, por ejemplo, la elección de un régimen de cambio flexible a menudo era motivada por la ausencia de divisas para apoyar una vinculación, a una baja credibilidad inicial de las políticas y a una gran incertidumbre al considerar el tipo al que la moneda debería vincularse. Muchos de los regímenes nominales flexibles fueron en la práctica administrados, cuando se establecieron los programas de estabilización. No obstante, esta situación de diversidad probablemente llegue a su fin para un número sustancial de estos países, puesto que a mediados de la década actual varios de ellos estarán incluidos en el Nuevo Mecanismo de Tipos de Cambio (MTC II).

3. Evolución del sistema financiero

El desarrollo del sistema financiero en estos países, aunque con diferencias notables entre ellos, es todavía escaso si lo comparamos con los países de la UE-15. En los países de la UE-15 el sector financiero representa alrededor de un 210 del PNB, mientras que en los países del Este y Centro de Europa se sitúa entre el 60 y el 180 por 100. Hay numerosos factores que han contribuido a su actual tamaño.

En primer lugar, estos sistemas financieros han tenido que llevar a cabo una importante reestructuración y consolidación; este proceso se inició con la transición y está prácticamente terminado, por ello es todavía pronto para apreciar los resultados, aunque se espera un crecimiento sobre bases más sólidas. En general, utilizan poco los mercados de capital como fuente de financiación. Desempeñan un papel algo más destacado en Polonia y, en menor grado, en la República Checa y Hungría. No obstante,

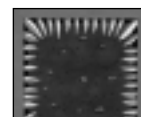
como consecuencia de su corta historia tampoco es extraño que sean pequeños. El papel de los inversores institucionales en estos países es pequeño si se compara con las economías occidentales.

Además, desde el inicio de la transición estos países han sido importantes receptores de inversión extranjera directa lo que se ha traducido en la llegada de multinacionales a la mayoría de los países del Este y Centro de Europa (Cuadro 4). Estas empresas raramente se financian en los mercados locales, generalmente obtienen financiación de sus casas matrices o recurren al mercado internacional. Por otro lado la financiación a particulares y a PYMEs continúan siendo operaciones de alto riesgo. Igualmente las empresas nacionales se suelen financiar con beneficios reinvertidos, recurriendo todavía escasamente al mercado nacional.

Finalmente cabe destacar que la política económica llevada a cabo durante la transición limitó la renta y los ahorros al menos durante los primeros años. En algunos de estos países la hiperinflación llevó a una desmonetización y a una caída de los depósitos bancarios.

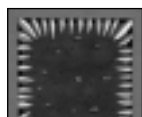
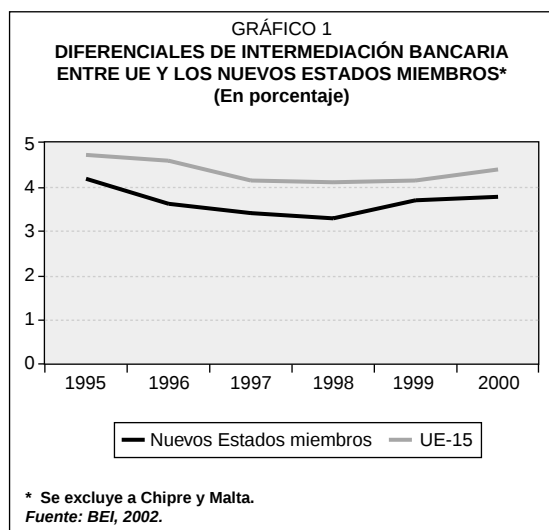
3.1. La intermediación financiera

A pesar de los avances, falta mucho para completar la transformación del sector financiero debido, entre otros aspectos, a la escasa intermediación financiera. Basta con observar la proporción de activos bancarios y de crédito interno respecto al PIB. En los países de la ampliación, los activos bancarios respecto al PIB se colocan en 1/4 respecto al nivel de la zona euro. Este bajo nivel de depósitos se explica, en gran parte, por la hiperinflación que caracterizó a estos países en el pasado, la baja confianza en el sistema



COLABORACIONES

bancario y el carácter poco atractivo de los depósitos para el público. Del mismo modo, el volumen de crédito interno respecto al PIB se sitúa en 1/3.



COLABORACIONES

Existen varias razones que explican la baja intermediación bancaria. Todos estos países experimentaron una importante recesión durante la transición que condujo a problemas de deuda incobrable en el sector empresarial, impagos generalizados y una importante reducción de la cartera de préstamos. En algunos casos, el sector bancario estaba afectado por una elevada proporción de créditos morosos y por una política crediticia obstaculizada por marcos jurídicos no muy adecuados. A esta situación se sumaban crisis bancarias lo que producía un efecto adverso respecto a los préstamos, estimulando el desplazamiento hacia obligaciones del Estado o activos líquidos. También hay que destacar la limitada capacidad de las instituciones de crédito para canalizar el ahorro hacia la inversión. En algunos casos esta deficiencia era compensada por la elevada proporción de entidades bancarias extranjeras en el sector empresarial. Sirva como ejemplo el caso de Polonia y Hungría donde los bancos

extranjeros prestaron al sector comercial no bancario algo más de la mitad de todos los préstamos extranjeros dirigidos a estos países (16).

No obstante, la evolución de los mercados financieros de los países del Este y Centro de Europa, en los últimos años, ha llevado a un crecimiento continuado de la intermediación financiera no bancaria, aunque la mayoría de estos intermediarios están bajo el control de grandes bancos comerciales, y a un incremento de su eficiencia en términos generales, con una amplia tendencia a disminuir los márgenes en prácticamente todos los países. Además, la consolidación de canales de financiación alternativos repercutirá en los bancos puesto que para hacer frente a esta nueva competencia deberán modernizarse y hacerse más competitivos. Sin embargo, la evolución ha sido bastante dispar entre los diferentes países e incluso dentro de un mismo país se observan disparidades notables entre las condiciones ofrecidas a las distintas empresas saliendo beneficiada la gran empresa extranjera. Esta evolución ha ido acompañada de una disminución en la propensión marginal al ahorro y el consecuente incremento de los préstamos al consumo. A pesar de la evolución positiva, los márgenes se siguen manteniendo claramente por encima de los de los países de la UE-15, aunque la entrada de entidades extranjeras ha acelerado la disminución de los mismos. Las entidades extranjeras no han seguido un comportamiento homogéneo ya que algunas han adoptado una postura más pasiva, intentando solo beneficiarse de los amplios márgenes, pero la mayoría de ellos han supuesto un importante revulsi-

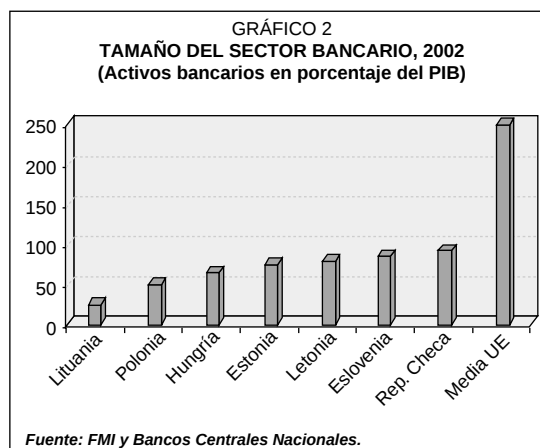
(16) Las PYMEs no pueden utilizar este canal de financiación tan fácilmente y depende más del sector bancario nacional.

vo para la competencia, a pesar de la estructura monopolística o oligopolísticas previas al inicio de sus actividades en estos países. Se espera un incremento de la intermediación financiera ya que la transición se puede dar por concluida y el proceso de aproximación, en términos reales, a la UE continúa.

3.2. El sector bancario

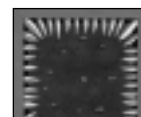
Los sistemas financieros de los nuevos Estados miembros se caracterizan por el gran peso que tiene el sector bancario, que en media representa entre el 85 y 95 por 100 de los activos totales. El sistema se ha desarrollado de acuerdo con el modelo continental con predominio de los bancos frente a otros intermediarios y, entre ellos sobre todo grandes bancos universales. A pesar de ello tanto el sistema financiero, como el sistema bancario, tienen una dimensión reducida respecto del resto de países de la UE-15. Aunque el nivel de concentración difiere fuertemente entre los distintos nuevos Estados miembros, se puede decir que, en general, se trata de un sistema bastante concentrado. Además, el grado de concentración se ha incrementado en los últimos años debido al saneamiento de los bancos y la entrada de bancos extranjeros. A pesar de ello la concentración es mucho mayor en los depósitos mientras que el mercado crediticio está más fragmentado. En Polonia y Hungría el crédito de los bancos nacionales es la fuente de financiación más importante. Es previsible que el proceso de consolidación continúe, en parte debido también a las posibles fusiones de las casas matrices de los bancos extranjeros.

La perspectiva de adhesión a la UE ha sido positiva ya que ha marcado las líneas de reforma necesaria y ha establecido



un calendario que, a su vez, ha facilitado la aceleración de la reforma del sistema bancario de estos países. Por ello se ha ido estableciendo un modelo bancario del tipo europeo, es decir universal y abierto, tratando de establecer las normas mínimas de funcionamiento de los distintos mercados. Pese a sus aspectos beneficiosos, la incorporación al proyecto europeo va a generar un crecimiento de las entradas de capital potencialmente más volátiles. Esta tendencia ya se ha observado en los últimos años en los que estos países han sido un importante foco de atracción para la inversión extranjera. Un sistema bancario sólido es imprescindible para protegerse de las distorsiones que estos flujos puedan ocasionar no solo en el sistema financiero sino también en la economía real. Además en la medida en que estas economías han ido incrementando su grado de apertura comercial también se hacen más vulnerables a los *shocks* externos. Hay que destacar que los flujos de capital han sido hasta ahora muy sensibles a los progresos en la aproximación de estos países a la UE, aunque también han estado muy marcados por los altos beneficios esperados.

En general, los nuevos Estados miembros se incorporan a la UE con un sector bancario, aunque modesto, consolidado y



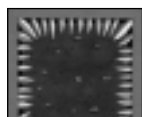
COLABORACIONES

saneado. La consolidación experimentada en los últimos tres años por este sector se explica por el fortalecimiento de la capitalización, la rentabilidad y la calidad de los activos (17). Al inicio de la transición había numerosos bancos insolventes, poco competitivos y con deficientes técnicas de gestión del riesgo. Por lo tanto la intervención estatal en aquellos momentos era inevitable, aunque debía ir acompañada de la modernización y privatización de la mayoría de las entidades bancarias y, fundamentalmente de una reforma de la estructura legal e institucional. Efectivamente, la reconversión de los bancos y el saneamiento de sus activos ha sido una constante en estos países desde el inicio de la transición, aunque no todos lo han hecho al mismo tiempo, ni han seguido la misma estrategia, lo que hace que los resultados sean bastante dispares. La mayoría de ellos han creado agencias estatales a las cuales han ido transfiriendo los activos de baja calidad. Sin embargo su eficiencia ha sido más que discutida, especialmente si se tiene en cuenta que buena parte de ellas han funcionado como bancos, estando incluso sujetas a la misma normativa que los bancos comerciales. Esto no solo se ha traducido en una mala gestión de los activos sino que ha incrementado los problemas de riesgo moral que ha caracterizado a estos países durante la fase de transición. Hay que tener en cuenta que en muchos casos se trataba de empresas estatales y el interés en su supervivencia era muy alto. Otro aspecto discutido es si este saneamiento ha sido suficiente para asegurar que nuevas intervenciones en caso de insolvencias no sean necesarias ya que esto podría incrementar el riesgo sistémico pero también generar proble-

mas de incremento del riesgo moral. Como resultado de ello se puede decir que la reestructuración bancaria en estos países, a pesar de los progresos realizados todavía está incompleta.

El segundo paso tras el saneamiento del sistema bancario era el cambio en la propiedad como instrumento para disminuir los problemas de riesgo moral y para eliminar las distorsiones de la política de préstamos. En los últimos años la propiedad estatal ha disminuido notablemente en paralelo al crecimiento de la entrada de capital extranjero en el sector. Hoy se puede decir que la privatización del sector bancario en estos países ha prácticamente concluido, y la mayoría de las entidades o han sido privatizadas o están en proceso. Sin embargo la situación en cuanto a propiedad pública y presencia de capital extranjero es bastante dispar entre los distintos países aunque parece existir una cierta correlación entre capital extranjero y eficacia y eficiencia del sector. Como ejemplos se puede citar el caso de Hungría que llevó a cabo una política de venta rápida de sus bancos a inversores extranjeros estratégicos y el caso de Polonia que tras un fuerte saneamiento del sector, vendió la mayor parte del mismo a inversores extranjeros.

La entrada de capital extranjero en el sector bancario de estos países supone importantes ventajas y si se realiza adecuadamente contribuye a disminuir el riesgo sistémico. En primer lugar, hay que destacar que estas nuevas entidades aportan un sistema de evaluación de créditos, de gestión del riesgo e instrumentos financieros más sofisticados lo cual es una prioridad por diferentes motivos. En segundo lugar, porque permite limitar la necesidad de nuevas intervenciones a través de una mejor gestión y evaluación de los riesgos. Esto es especialmente importante si tenemos en cuenta que la



COLABORACIONES

(17) Constituye una excepción Polonia con una menor rentabilidad y mayor morosidad en el sector bancario.

financiación a las PYMEs se ha convertido en una prioridad de política económica en estos países, pero habría que paliar los problemas de información asimétrica, selección adversa y contagio que se incrementa en este submercado. En general, las entidades extranjeras presentan una gestión más sólida, que permitirá desarrollar mecanismos de financiación para las PYMEs. En tercer lugar, los socios extranjeros están contribuyendo a la liberalización del mercado y al incremento de la competencia. Son escasas las entidades extranjeras que se han conformado con explotar las ventajas de un mercado con amplios márgenes de intermediación, por el contrario han intensificado la competencia, contribuyendo a incrementar la eficiencia del sector. Efectivamente, estas entidades han contribuido a la reducción de los márgenes y consecuentemente a la reducción de los costes para intentar mantener el beneficio. Esta evolución facilita a los bancos su adaptación a la competencia una vez dentro de la UE. Por otro lado, los socios extranjeros suponen una vía rápida para la entrada de la innovación con efectos *spillover* hacia otros sectores. Por último, si como han hecho algunos países, los inversores extranjeros son bancos sólidos, el sistema bancario en su conjunto tenderá a hacerse más estable, reduciendo el riesgo sistémico y los problemas de riesgo moral.

Las entidades extranjeras, fundamentalmente procedentes de la UE, poseen la mayoría de los activos de los bancos comerciales de los nuevos Estados miembros. Las diferencias en el grado de propiedad extranjera se deben a las diferentes estrategias de privatización y de lanzamiento del sector bancario. Sin embargo, esta evolución favorable no será posible si la reestructuración y la privatización no van acompañadas de una

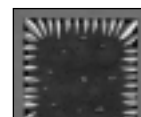
CUADRO 6 PROPIEDAD EXTRANJERA DE LOS BANCOS EN LOS PAÍSES DEL ESTE Y CENTRO DE EUROPA, 2000			
	Total número de bancos comerciales	Bancos de propiedad extranjera	Proporción total de activos de propiedad extranjera (%)
Rep. Checa..	37	26	86
Estonia	7	4	99
Hungría.....	39	27	87
Letonia.....	19	12	47
Lituania.....	14	4	94
Polonia	59	45	78
Eslovaquia...	18	15	96
Eslovenia.....	22	6	35

Fuente: BERD, Bancos Centrales nacionales y/o autoridades de supervisión nacionales.

reforma en profundidad de la estructura legal, entre otros aspectos, habría que asegurar la protección al accionista, establecer procedimientos de quiebra ágiles y eficaces y consolidar la independencia de las autoridades supervisoras.

3.3. Mercados de bonos

Los mercados de bonos desempeñan un papel muy limitado como fuente de financiación, manteniéndose claramente subdesarrollados en comparación con los países de la UE-15. Esta situación puede explicarse en parte por los bajos niveles de deuda comercializable transmitidos por las economías planificadas y la prudencia de la política fiscal desde entonces. Además, la mayor parte son bonos del estado mientras que los bonos corporativos son prácticamente inexistentes. Los motivos de este escaso desarrollo del mercado de bonos de empresa son varios. En primer lugar, solo las grandes empresas pueden plantearse esta vía de financiación, pero gran parte de éstas son empresas total o parcialmente extranjeras, y generalmente recurren a financiarse a través de sus empresas matrices a coste reducido. Por otro lado, las grandes empresas, más sólidas, pueden obtener préstamos bancarios a bajo interés, lo que hace menos atractiva la emisión de bonos. Finalmente, la

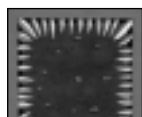


COLABORACIONES

necesidad de adecuarse a las normas internacionales hace la emisión de bonos demasiado costosa. Aún así, República Checa tienen un activo mercado primario de las obligaciones de deuda empresarial nacional y Polonia para obligaciones de deuda empresarial internacional. Solo en la República Checa, Hungría y Polonia se puede hablar de mercados secundarios para los bonos del estado. Los mercados de letras y bonos son relativamente líquidos en República Checa, Hungría, Polonia y Eslovaquia. En concreto, los bonos denominados en moneda extranjera han ganado terreno. Algunas de las mayores empresas han emitido eurobonos pero sus principales fuentes de financiación continúan siendo los beneficios reinvertidos y los créditos bancarios. Las entidades extranjeras también tienen un papel importante en los mercados de renta variable y fija de la mayor parte de los nuevos Estados miembros.

Budapest y Varsovia son las únicas bolsas que ofrecen un mercado de derivados. Praga obtuvo permiso para organizar tal mercado en agosto de 2001. La capitalización media en estos países es claramente inferior a la de la UE-15 y solo unas grandes empresas cotizan activamente, reflejando los pocos años que lleva en funcionamiento así como una estructura legal y una regulación inadecuadas, lo que genera una falta de confianza.

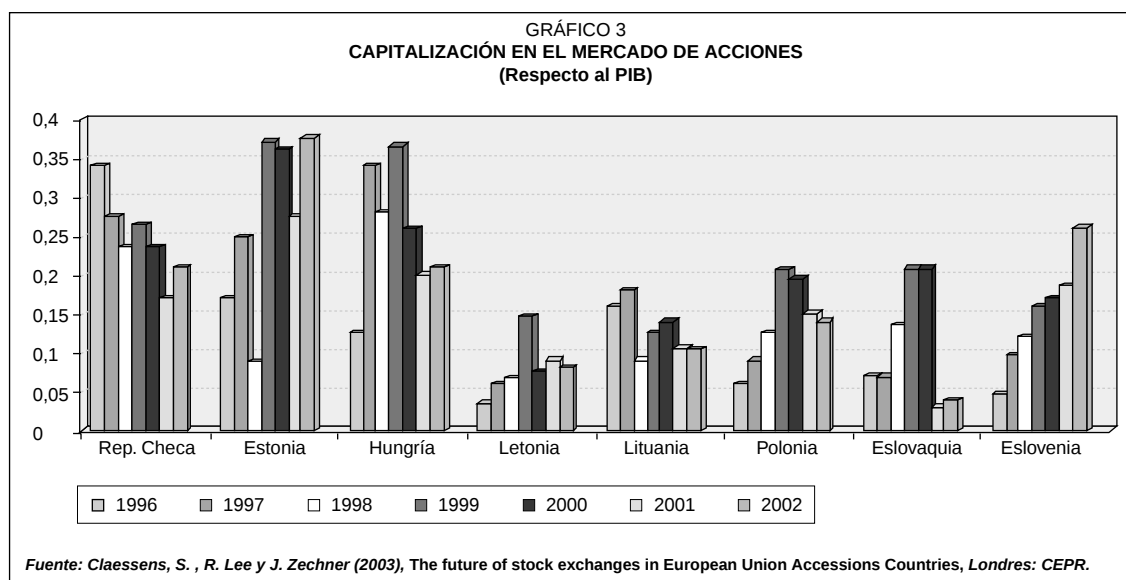
La evolución de los mercados bursátiles está relacionada con los avances en la gobernanza y en la privatización, de tal forma que el incremento en la capitalización se debe sobre todo a las privatizaciones y al cambio en los precios, y poco a nuevas emisiones. Aquellos países que mayores progresos han hecho en el proceso de privatizaciones son, a la vez, los que gozan de una mayor capitalización en el mercado bursátil, alrededor de un 50 por 100 más que en los países que han progresado menos. Los mercados de valores en los nuevos Estados miembros son relativamente nuevos y están caracterizados por una baja liquidez como resultado de su corta historia y de una deficiente base institucional para el inversor.



COLABORACIONES

3.4. Mercados bursátiles

Los primeros mercados de valores surgieron en Hungría (1990), Polonia (1991) y República Checa y Eslovaquia (1992).



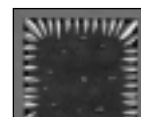
Los mercados de valores de los países del Este y Centro de Europa son aún pequeños comparados con los de la UE. Los cuatro países con mejor valoración respecto al índice de efectividad de la regulación financiera del BERD, que mide el grado y la calidad de la legislación nacional, son Hungría, Polonia, Eslovenia y Estonia, que mostraron un incremento del 52 por 100 en el número de empresas cotizantes entre 1996-02. Por el contrario, Letonia, República Checa, Lituania y Eslovaquia experimentaron una caída en el número al 31 por 100. Esto sugiere que mayores índices de efectividad de la regulación financiera han ayudado al desarrollo de estos mercados. Pero también hay otros factores que determinan el escaso número de empresas que cotizan en el mercado. En primer lugar, la puesta en marcha de estos mercados requiere una reestructuración empresarial y el establecimiento de una estructura legal adecuada. En segundo lugar, la importancia alcanzada por la inversión directa extranjera como alternativa a las necesidades de financiación de estos países. Determinadas formas de inversión directa extranjera han afectado al desarrollo de los mercados de valores al actuar como factor sustitutivo en la evolución de los mercados de valores locales.

En tercer lugar, los requisitos para cotizar han influido en el funcionamiento de los mercados de valores, siendo incluso más elevados que en Europa occidental. Este hecho es una causa probable de la pequeña proporción de cotizantes en este mercado. La mayor parte de los países del Este y Centro de Europa están cotizando en el mercado libre por lo que no tienen obligación de publicar regularmente información financiera. Esto se traduce en que la mayoría de las empresas cotizantes sean poco atractivas para los inversores institucionales nacionales o internacionales puesto que los coste de información y la incertidumbre

sobre la situación financiera de estas empresas con elevados. Por otra parte, incluso las definiciones entre mercado oficial, mercado regulado y mercado libre no es clara. Por ejemplo, en República Checa y Polonia los mercados libres están regulados y, por tanto, deberían compararse con los mercados regulados de otros países.

En el ámbito de los mercados de valores, las medidas deberían centrarse en crear condiciones que permitan a las empresas emitir y comerciar acciones de manera eficiente, mejorando los derechos de los accionistas y la calidad del sistema legal de modo que alcancen los estándares de los centros financieros internacionales. Deberían ser capaces de atraer inversores internacionales y sobre todo inversores institucionales extranjeros que pueden contribuir a acelerar el desarrollo de estos mercados. Los principales obstáculos con los que se encuentran estos últimos inversores son los diferentes sistemas de compensación, liquidación y comercialización, así como las reglas respecto a la cotización y supervisión.

Una posibilidad que contribuiría a la reducción de esos obstáculos y al desarrollo de estos mercados vendría dada por el establecimiento de alianzas con mercados de valores europeos y precisamente sobre esto están trabajando. Este es el caso de las tres bolsas Bálticas (Tallin, Riga y Lituania) que han creado *Baltic List* y dos de ellas participan en Norex (18), la *Warsaw Stock Exchange* (WSE) (19) con Euronext (20), la bolsa de Praga que firmó



COLABORACIONES

(18) *Nordic Stock Exchange*, integrada actualmente por las bolsas de Dinamarca, Finlandia, Estonia, Islandia, Noruega, Suecia y Letonia.

(19) Este mercado funciona desde 1817. Este mercado, al igual que otros, fue cerrado con el socialismo pero con la transición resurgió.

(20) Establecida en septiembre de 2000 con la fusión de las bolsas de Amsterdam, Bruselas y París. Euronext se amplió a comienzos de 2002 con la adquisición de LIFFE (*London International Financial Futures and Options Exchange*) y la fusión con la bolsa portuguesa BVLP (*Bolsa de Valores de Lisboa e Porto*).

un acuerdo de cooperación mutua con la bolsa de Londres a mediados de 2000 y alguno de los países Bálticos con el Grupo Hex (*Holding Company for Helsinki Exchange*). Al mismo tiempo, la actividad local se está viendo estimulada por el desarrollo del sector minorista nacional y el fortalecimiento de los inversores institucionales locales.

Para algunos de estos mercados esta estrategia puede ser una buena solución pero una desventaja asociada es que cualquiera de ellas tendría un carácter secundario en esas alianzas y su influencia sobre la estrategia de negocio sería escasa. Además, al formar parte de diferentes bolsas, los inversores tendrían que usar diferentes sistemas de liquidación, compensación y comercialización si desearan hacerse con una cartera importante en los países del Este y Centro de Europa. Una solución mejor para contribuir al desarrollo de los mercados de valores en estos países pasaría por la creación de una bolsa paneuropea para los países del Este y Centro de Europa, organizada alrededor de una plataforma comercial común. A su vez, lo más conveniente sería que esta bolsa formara parte de una alianza internacional o de una bolsa europea. De esta forma, los países adherentes tendrían una mayor influencia en las estrategias de la alianza y las transacciones serían más transparentes.

En este sentido, en noviembre del año 2000 se puso en marcha Newex (*New Europe Exchange*), una bolsa dirigida a los países del Este y Centro de Europa, fundada por *Deutsche Börse* y *Wiener Börse*. Sus modestos resultados son un ejemplo de la dificultad de generar un volumen comercial exterior sustancial en las bolsas de estos países. Entre los factores que dificultan el desarrollo de los mercados de valores está el pequeño tamaño de los mercados que hace que

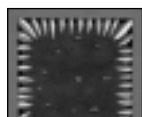
no sean atractivos para la inversión internacional.

Actualmente la cooperación entre las diferentes bolsas no es muy importante y una bolsa paneuropea en el Este y Centro de Europa solo podría llevarse a cabo bajo el acuerdo de Budapest, Praga y Varsovia. También se suma la dificultad de la existencia de diferentes monedas nacionales. No obstante, Norex demuestra como una moneda común no es una condición necesaria para su funcionamiento. Además, a largo plazo la introducción del euro facilitaría el camino.

Los mercados de derivados están empezando. El escaso desarrollo de este mercado se debe en parte a la existencia de tipos de cambio fijos o semifijos en estos países pero también a la falta de conocimientos para operaciones financieras más complejas. La introducción de tipos de cambio flexibles y la participación de bancos extranjeros permite suponer una futura expansión de estos mercados en línea con el resto de países europeos, siempre y cuando se lleve a cabo la regulación necesaria.

Existen importantes factores que hacen confiar en un próximo desarrollo de los mercados de valores. En primer lugar, la reforma de las pensiones y del mercado del seguro debería apoyar el desarrollo de los inversores institucionales nacionales, lo que llevaría a un incremento de la capitalización. En segundo lugar, el desarrollo de las tecnologías de la información debe favorecer a todos los intermediarios financieros pero jugará un papel determinante en el mercado de valores. Las potenciales fusiones entre las bolsas europeas sería también un factor de crecimiento y consolidación del mercado bursátil.

Asimismo, la proporción relativamente baja de empresas y fondos de inversión se explica por la falta de regulación y super-



COLABORACIONES

visión, aunque en los últimos años se ha observado un desarrollo en estos segmentos. Respecto a los fondos de pensiones, se ha producido una mejora debido a los incentivos de los gobiernos.

4. Conclusiones

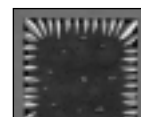
La estructura legislativa y reglamentaria se ha ido armonizando con el acervo comunitario [tal como confirma el Fondo Monetario Internacional y el Banco Mundial durante el proceso de ESAP (21)]. Sin embargo, queda trabajo por hacer. Polonia aún debe acelerar la trasposición legislativa relativa al sector financiero. La República Checa, Letonia, Lituania y Eslovaquia deben proceder igual en el sector de los seguros, junto con Estonia y Letonia. Lituania tiene que trabajar fundamentalmente en los servicios de inversión y mercado de valores. Incluso alguno de estos países debe reforzar la independencia y eficacia de las autoridades de supervisión financiera.

El fortalecimiento de la supervisión, la consolidación y liquidación de las instituciones insolventes así como la entrada de bancos extranjeros han conducido a un sector bancario comercial más estable. Actualmente el sector financiero puede caracterizarse por la estabilidad y el desarrollo de los segmentos del mercado. En general, estos países se incorporan a la UE con un sistema financiero relativamente sólido aunque el pequeño tamaño del mismo les puede ocasionar problemas de competitividad. Con el tiempo la adopción del euro intensificará la integración financiera, la homogeneidad de las estructuras y la eficiencia de los bancos y los mercados de capital.

(21) *Financial Sector Assessment Programme (FSAP)*. Acción conjunta del FMI y el BM puesta en marcha en 1999 con la intención de promover la consolidación del sistema financiero en los países miembros. Todos los países adherentes participan en este programa.

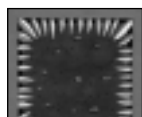
Bibliografía

1. BANCO CENTRAL EUROPEO (2002): «Ampliación de la UE», *Informe Anual del BCE*, páginas 130-141.
2. — (2004): «Las economías de los países adherentes en el umbral de la UE», *Boletín Mensual del BCE*, febrero, páginas 49-61.
3. BANK OF INTERNATIONAL SETTLEMENTS (2003): *73rd Annual Report*.
4. CALVO, A. (2001): *Organización Económica Internacional*, Ed. CERA.
5. CEPR (2003): *The future of stock exchanges in European Union accession countries*.
6. COMISIÓN EUROPEA (2003): *Informe de la Comisión Europea sobre la preparación para la incorporación a la UE de República Checa, Estonia, Chipre, Letonia, Lituania, Hungría, Malta, Polonia, Eslovenia y Eslovaquia*, COM (2003) 675 final.
7. DEUTSCHE BANK RESEARCH (2004): «Bank performance in Europe: great progress through consolidation-except in Germany», *EU Monitor*, número 13.
8. European Bank for Reconstruction and Development, *Transition Report*, varios años.
9. EUROPEAN CENTRAL BANK (2002): *Financial sectors in EU accession countries*.
10. — (2004): «The acceding countries' strategies towards ERM II and the adoption of the euro: an analytical review», *Occasional Paper Series*, número 10.
11. EUROPEAN INVESTMENT BANK (2002): «The financial integration of an enlarged EU: macroeconomic interlinkages», *EIB Papers*, volumen 7, número 2.
12. — (2002), «The financial integration of an enlarged EU: banking and capital markets», *EIB Papers*, volumen 7, número 1.
13. INTERNATIONAL MONETARY FUND (2001): «Financial Sector Evolution in the Central European Economies: Challen-



COLABORACIONES

- ging in Supporting Macroeconomic Stability and Sustainable Growth», *Working Paper 01/141*.
14. — (2002): *Annual report on exchange arrangements and exchange restrictions*.
15. — (2003): *Annual report on exchange arrangements and exchange restrictions*.
16. — (2000): *World Economic Outlook*.
17. NATIONAL BANK OF POLAND (2002): *Stability and structure of financial systems in CEC5*.
18. RACOCCHA, P. (2003): «Joining the UE. Impact on the financial sector of new member states». Delivered at Conference *The single market for financial services in the EU and its impact on globalization*, November 2003, Sydney.



COLABORACIONES