



Consejo Económico y Social

Distr. general
20 de abril de 2018
Español
Original: inglés

Período de sesiones de 2018

27 de julio de 2017 a 26 de julio de 2018

Tema 15 del programa

Cooperación regional

Situación económica en la región de la Comisión Económica para Europa (Europa, América del Norte y la Comunidad de Estados Independientes), 2017-2018

Nota del Secretario General

El Secretario General tiene el honor de transmitir adjunto un informe sobre la situación económica en la región de la Comisión Económica para Europa (Europa, América del Norte y la Comunidad de Estados Independientes) en el período 2017-2018.



Situación económica en la región de la Comisión Económica para Europa (Europa, América del Norte y la Comunidad de Estados Independientes), 2017-2018

Resumen

En el presente informe se examinan los resultados económicos de los países de la región de la Comisión Económica para Europa en 2017 y comienzos de 2018 y las perspectivas futuras. El ritmo de la expansión económica se aceleró en 2017, en un contexto de condiciones mundiales y normativas favorables. Todos los países registraron un crecimiento positivo por primera vez desde la crisis financiera mundial, aunque hubo diferencias considerables en los resultados nacionales y subregionales. La normalización de la política monetaria está avanzando a diferente ritmo en los Estados Unidos de América y en la zona del euro, debido a la disparidad de sus respectivas posiciones cíclicas. Por el contrario, continuó en general la flexibilización de la política monetaria en la Comunidad de Estados Independientes, en un entorno de inflación todavía en descenso. La recuperación está ahora más sincronizada y las perspectivas siguen siendo positivas; sin embargo, aún persisten importantes riesgos.

I. Introducción

1. La región de la Comisión Económica para Europa (CEPE) comprende 56 Estados miembros con niveles de desarrollo y situaciones económicas muy diferentes. En ella se encuentran la mayoría de los países adelantados del mundo, pero también algunas economías de ingresos medianos bajos. A efectos del análisis, en el presente informe, este amplio y heterogéneo conjunto de países se dividirá en diferentes subregiones y se agrupará en dos categorías principales: economías avanzadas y economías emergentes. Entre las economías avanzadas están América del Norte, integrada por el Canadá y los Estados Unidos de América; los países que forman parte de la zona del euro; y otras economías europeas avanzadas. Las economías europeas emergentes son los nuevos Estados miembros de la Unión Europea que aún no se han integrado en la zona del euro; los países de Europa Sudoriental que no pertenecen a la Unión Europea, como Turquía; y los países pertenecientes a la Comunidad de Estados Independientes y Georgia.

II. Reseña general

2. El ritmo de la actividad económica se aceleró en los Estados miembros de la Comisión Económica para Europa en 2017. Por primera vez desde la crisis financiera mundial de 2008, se observó un crecimiento positivo en todos los países de la región, aunque con diferencias notables en los resultados nacionales y subregionales. El crecimiento de la producción total subió del 1,7% en 2016 al 2,6% en 2017. Esa expansión se ha producido en el contexto de una economía mundial más fuerte, que ha dejado de lado las preocupaciones anteriores por el estancamiento.

3. En toda la región, se han observado señales de dinamismo económico, en particular el aumento de la inversión y el crecimiento de la productividad. La deflación ya no es una amenaza en los países avanzados y lo que ahora preocupa es la rapidez con que puedan aparecer presiones inflacionarias y con que pueda avanzar la normalización de la política monetaria. Hasta la fecha, esas presiones se han mantenido en un segundo plano, lo que ha llevado a los países a un endurecimiento gradual de las políticas monetarias. Ha aumentado la divergencia entre la política monetaria de los Estados Unidos, donde la recuperación ha sido más sostenida, y la zona del euro. Las finanzas públicas han mejorado en la zona del euro y la política fiscal ya no es restrictiva, pero los planes fiscales de expansión en los Estados Unidos aumentarán también las diferencias en esa esfera y podrían influir en el rumbo de la política monetaria en el futuro. Por el contrario, las perspectivas económicas en la mayoría de los países de la Comunidad de Estados Independientes, donde la inflación siguió disminuyendo en 2017 y las perspectivas de crecimiento fueron moderadas, provocaron una mayor flexibilización de la política monetaria. Además, los países exportadores de energía han adaptado sus marcos fiscales al nivel persistentemente bajo de los precios del petróleo.

4. Si bien las perspectivas económicas de la región son en general positivas, existen importantes riesgos y motivos de incertidumbre. Tras un largo período de condiciones financieras flexibles, la normalización de la política monetaria puede revelar fragilidades ocultas. En algunos países de la región, las bajas tasas de interés han impulsado una rápida subida de los precios de la vivienda. En otros casos, las grandes necesidades de financiación externa son un factor de vulnerabilidad que podría agravarse por el aumento de las tasas de interés. Persisten las tensiones geopolíticas y ha aparecido la posibilidad de conflictos comerciales, lo cual puede mermar la confianza y provocar efectos secundarios negativos potencialmente grandes.

5. No obstante, la mejora de la situación económica crea un contexto más propicio para hacer frente a los problemas estructurales, al mismo tiempo que se promueve la Agenda 2030 para el Desarrollo Sostenible y se adoptan medidas para que ese mayor dinamismo económico vaya acompañado de progresos hacia economías más inclusivas y sostenibles desde el punto de vista ambiental.

III. América del Norte

6. La expansión ininterrumpida de la economía en los Estados Unidos durante casi un decenio ha hecho de su recuperación una de las más prolongadas jamás registrada. En 2017, el crecimiento del producto interno bruto (PIB) se aceleró, subiendo del 1,5% en 2016 al 2,3%. En general, la producción es un 15% superior a los niveles previos a la crisis.

7. La disminución del desempleo y la subida de los precios de los activos impulsaron el consumo. La tasa de ahorro personal siguió descendiendo, hasta alcanzar niveles no vistos desde antes de la crisis financiera mundial. En diciembre de 2017, había caído al 2,4%, la más baja desde septiembre de 2005. Sin embargo, la contribución más importante a la aceleración del PIB se debió al aumento de las inversiones en un contexto de mayor confianza. En cambio, la inversión residencial se situó por debajo de la inversión total. El aumento de las exportaciones, que se beneficiaron de la debilidad del dólar de los Estados Unidos y de la recuperación de la economía mundial, representó un nuevo impulso, pero la contribución de la demanda externa neta al crecimiento se mantuvo ligeramente negativa. Se prevé que los cambios de la política fiscal den mayor impulso a la actividad económica en 2018. Según las proyecciones, la política fiscal será más expansiva y la inversión reaccionará positivamente a los recortes del impuesto sobre la renta de las sociedades.

8. La tasa de desempleo, que era del 4,1% en febrero de 2018, ha caído a niveles inferiores a los registrados antes de la crisis financiera mundial. Las mediciones amplias del desempleo, que incluyen a los trabajadores incorporados marginalmente y a tiempo parcial, también han seguido mejorando. La dinámica del mercado de trabajo a principios de 2018 reflejó un impulso fuerte y constante en favor de la creación de empleo. La expansión continuada ha tenido un impacto positivo en las tasas de actividad, pero el crecimiento global de la fuerza de trabajo está disminuyendo debido a las presiones demográficas.

9. El enrarecimiento del mercado de trabajo, dado que la economía parece funcionar a niveles cercanos al pleno empleo, aumenta los riesgos de recalentamiento de la economía. No obstante, a pesar de la disminución del desempleo, el crecimiento de los salarios siguió siendo relativamente débil en 2017. Ello se debió en parte a los cambios en la composición de la fuerza de trabajo, ya que las tendencias demográficas provocaron la salida de trabajadores altamente calificados. Además, hubo importantes disparidades geográficas en los resultados económicos. Sin embargo, los datos de principios de 2018 revelan cierta aceleración del crecimiento de los salarios, que se reforzará con la flexibilización fiscal prevista.

10. A pesar de la constante expansión económica, las presiones inflacionarias se han mantenido en segundo plano. El indicador de la inflación preferido del Comité para las Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal —el deflactor de crecimiento de los gastos de consumo personal, con exclusión de los alimentos y la energía— se mantiene persistentemente por debajo de la meta prevista. Si bien el indicador de inflación preferido ha subido en el segundo semestre de 2017, el año terminó con un crecimiento anual del 1,5%, mientras que la inflación global general fue del 2,1% y llegó al 2,3% en febrero de 2018. Sin embargo, la caída de los precios de los bonos, que dio lugar a mayores rendimientos, apunta a un aumento de las

expectativas de inflación, que se aceleraron considerablemente a principios de 2018. La tasa de inflación implícita resultante de los bonos a 10 años creció rápidamente, aunque se estabilizó a principios de 2018.

11. Las expectativas de aumento de la inflación en un contexto económico favorable han impulsado a la Comisión Federal de Operaciones de Mercado Abierto a endurecer gradualmente la política monetaria, y las tasas de interés han subido tres veces en 2017, con un total acumulado de 75 puntos básicos y, desde octubre de 2017, ha descendido el balance general. Según las previsiones, la Comisión seguirá eliminando los ajustes normativos a medida que el mercado laboral se siga enrareciendo y se acelere el ritmo de crecimiento de los salarios. En diciembre de 2017, comunicó que en 2018 estarían justificadas otras tres subidas de las tasas de interés. En marzo de 2018 aprobó otro aumento de las tasas de interés de 25 puntos básicos, y al mismo tiempo mejoró las proyecciones de crecimiento. Habida cuenta de la fortaleza prevista de la economía, es posible que el ritmo de ajuste sea más rápido de lo que se había previsto inicialmente.

12. Los efectos de los ajustes monetarios en las condiciones financieras se han visto mitigados por el auge de los mercados de valores. La continuada recuperación económica prevista ha ido acompañada de un aumento del valor de las acciones: el mercado de valores creció aproximadamente un 25% en 2017. Por otra parte, la subida de los precios de los activos ha provocado algunas preocupaciones acerca de los posibles riesgos para la estabilidad financiera. Los precios de la vivienda siguieron subiendo y, según algunos indicadores, superan ahora a los máximos anteriores. Los pagos generales del servicio de la deuda de los hogares en porcentaje de la renta personal disponible se mantuvieron relativamente estables en 2017, en torno al 10%, nivel bajo en términos históricos. Además, el debilitamiento del dólar de los Estados Unidos ha contribuido también a aliviar las condiciones financieras. El valor nominal del tipo de cambio del dólar ponderado en función del comercio cayó un 6,7% en 2017 y ha seguido disminuyendo en 2018.

13. La anunciada reforma tributaria reforzará el actual impulso en favor del crecimiento. Sin embargo, el efecto expansivo de la flexibilización fiscal en una economía que ya está muy cercana al pleno empleo puede verse contrarrestado en parte por un ritmo de normalización de la política monetaria que resulte más rápido de lo previsto.

14. La aceleración del crecimiento ha estado asociada con una mayor descarbonización de la economía. Según la Agencia Internacional de la Energía, las emisiones mundiales de dióxido de carbono aumentaron en 2017 pero disminuyeron un 0,5% en los Estados Unidos. Este fue el tercer año de caída de las emisiones, debido a la sustitución del carbón por el gas y, en 2017, a un aumento de las fuentes de energía renovables en la generación de energía¹.

15. Si bien las perspectivas económicas son positivas, existen importantes riesgos y motivos de incertidumbre. Las vulnerabilidades financieras pueden haber aumentado tras un período de condiciones financieras muy laxas, y esas vulnerabilidades pueden manifestarse en forma de subida de las tasas de interés. El mayor apalancamiento del sector empresarial lo deja más expuesto a los cambios en las condiciones de financiación. Habida cuenta de la lentitud del crecimiento de la fuerza de trabajo, se necesita una considerable aceleración de la productividad para lograr tasas sostenidas de expansión. La mejora de las tendencias de la inversión contribuirá a una dinámica de la productividad más favorable. Sin embargo, es probable que el envejecimiento de la población y una mayor tasa de dependencia

¹ Agencia Internacional de la Energía, “Global energy & CO2 status report 2017” (marzo de 2018). Disponible en www.iea.org/publications/freepublications/publication/GECO2017.pdf.

tengan un impacto negativo en la productividad. Nuevas tensiones comerciales pueden contribuir a aumentar la incertidumbre y a provocar efectos secundarios indeseables.

16. En el Canadá, el ritmo de la expansión económica se duplicó en 2017, y el PIB aumentó un 3,0%. La demanda interna, incluida la aceleración del consumo privado y la recuperación de las inversiones después de dos años de contracción, impulsó el crecimiento al consolidarse los precios de la energía. La tasa de desempleo se encuentra en un nivel inferior al de antes de la crisis financiera mundial, lo que ha fomentado el aumento de los ingresos. Una política fiscal moderadamente expansiva contribuyó también al dinamismo económico, aunque el gasto en infraestructura se mantuvo por debajo de los niveles previstos.

17. Los precios de la vivienda en el Canadá han subido rápidamente, al amparo de unas condiciones crediticias favorables y una tasa de migración neta. La acumulación de riesgos relacionados con la vivienda en el sector bancario ha provocado cierta preocupación en las autoridades monetarias. El coeficiente entre la deuda de los hogares y el PIB supera ahora el 100%. Ha comenzado a retirarse el estímulo monetario, pues el crecimiento se ha acelerado. El Banco Central, tras subir las tasas de interés dos veces en 2017, aprobó una nueva subida a principios de 2018, al mismo tiempo que advirtió de que la incertidumbre sobre el futuro del Tratado de Libre Comercio de América del Norte ensombrece las perspectivas económicas.

IV. Países europeos avanzados

A. Zona del euro

18. Las perspectivas económicas han mejorado en la zona del euro y está ganando impulso una recuperación de base amplia. La actividad económica fue mayor de lo previsto inicialmente en 2017; el crecimiento del PIB se aceleró, subiendo del 1,8% en 2016 al 2,3%. Fue la primera vez desde 2007 en que todos los países registraron un crecimiento positivo. Persiste una divergencia significativa en el ritmo de la recuperación de los países, ya que la rápida expansión de Alemania y España contrasta marcadamente con los flojos resultados de Italia. Se prevé que la expansión continuará a un ritmo similar en 2018, en el contexto de un entorno externo propicio, una política monetaria todavía acomodaticia y una política fiscal neutral. Sin embargo, se prevé una desaceleración, junto con una moderación del crecimiento secuencial, ya que se han invertido los factores que impulsaron inicialmente la recuperación, como la bajada de los precios del petróleo y la debilidad del euro.

19. La demanda interna ha sido uno de los principales motores de la expansión. El crecimiento del consumo, en particular, ha sido impulsado por el aumento del empleo y la creciente participación laboral. En general, la recuperación tras la crisis financiera mundial de 2008 y la perturbación en la zona del euro en 2012, se caracteriza por una inversión relativamente débil. Sin embargo, a medida que la ampliación se ha consolidado y sincronizado, se ha registrado un impulso cíclico creciente, apoyado por el aumento de la actividad y el comercio mundial. La reducción de la incertidumbre, la elevada tasa de utilización de la capacidad y el persistente crecimiento de la demanda han impulsado la inversión, en particular en lo que respecta al equipo, mientras que la inversión residencial ha quedado rezagada. Las encuestas sobre la inversión apuntan a una nueva aceleración en 2018, en un contexto de facilidades para la inversión.

20. A pesar de la apreciación del euro, un entorno externo favorable ha apoyado la expansión de las exportaciones europeas. A diferencia de lo ocurrido en 2016, la demanda externa neta contribuyó positivamente al crecimiento del PIB. No obstante,

un fortalecimiento excesivo del euro podría perjudicar las perspectivas de crecimiento. La dinámica de las tasas de cambio sigue siendo un factor de incertidumbre que influye en la inflación y el crecimiento futuros.

21. El desempleo siguió disminuyendo en toda la zona del euro. Hay, no obstante, grandes diferencias en la subregión. La escasez de mano de obra en determinados sectores de algunos países está en marcado contraste con las tasas de desempleo de dos dígitos en otros. Existe una gran brecha entre los grupos de edad. Mientras que la tasa de desempleo descendió al 7,8% en las personas con edades comprendidas entre los 25 y los 74 años a finales de 2017, era del 17,9% en los menores de 25. En general, el número de personas empleadas alcanzó niveles sin precedentes, pero el número de horas trabajadas sigue estando por debajo del registrado antes de la crisis financiera mundial, lo que revela cierta atonía en el mercado de trabajo.

22. A pesar de la disminución del desempleo, no ha habido en general presiones salariales. En particular, el crecimiento de los salarios en Alemania ha seguido siendo débil. Los ingresos mensuales negociados aumentaron un 2,5% en 2017, frente al 2,0% en 2015-2016, subidas ambas inferiores a las registradas en 2012-2014, a pesar de una economía floreciente. El país representa casi un tercio del índice armonizado de precios al consumidor en la zona del euro y, por tanto, tiene una influencia importante en la dinámica general de la inflación. Son varios los factores que pueden haber contribuido a esos aumentos salariales limitados. En particular, es probable que la profunda integración del comercio y la expansión de las redes de producción en los países vecinos de bajo costo de Europa Central y Oriental hayan actuado como amortiguador. La creciente importancia de las cadenas de valor mundiales² contribuye a explicar la influencia de situación mundial en la inflación interna. Las grandes corrientes migratorias y el aumento de las tasas de participación laboral han tenido también efectos positivos en la oferta de mano de obra, con la consiguiente moderación de las presiones salariales. Según investigaciones del Deutsche Bundesbank, la migración desde otros Estados miembros de la Unión Europea ha contribuido a reducir las presiones salariales en los últimos años. No obstante, hay indicios de que las subidas salariales podrían aumentar en 2018, como revelan las negociaciones en curso entre los sindicatos y los empleadores, aunque el efecto podría limitarse a algunos sectores sindicados³.

23. Los tipos de cambio fijos en una unión monetaria como la zona del euro implican que el ajuste externo a los desequilibrios en los países de esa zona debe conseguirse mediante tasas de inflación diferenciadas, que provocarán variaciones en los tipos de cambio reales. En la práctica, y dejando de lado el efecto de la evolución de la productividad, ello significa que la dinámica de la inflación en Alemania, donde el reequilibrio externo requiere una apreciación real, limitaría la inflación general en la zona del euro a mediano y largo plazo.

24. La inflación general aumentó ligeramente, impulsada por un crecimiento de la demanda, que subió del 1,1% del año anterior al 1,4% a finales de 2017. En cambio, la inflación básica, con la excepción de la energía y los alimentos, se mantuvo sin cambios y ha sido de alrededor del 1% en los últimos cuatro años. Ello ha dado lugar a una expectativa de inflación persistentemente baja. El rendimiento de los bonos soberanos ha aumentado, en particular a principios de 2018, pero sigue siendo

² Raphael Auer, Claudio Borio y Andrew Filardo, "The globalisation of inflation: the growing importance of global value chains", BIS Working Papers, No. 602 (2017). Disponible en www.bis.org/publ/work602.htm.

³ Deutsche Bundesbank, "Monthly report, November 2017", vol. 69, núm. 11 (noviembre de 2017). Disponible en www.bundesbank.de/Redaktion/EN/Downloads/Publications/Monthly_Report/2017/2017_11_monthly_report.pdf?__blob=publicationFile.

moderado. Para los prestatarios con mejores calificaciones crediticias, sigue siendo negativo en términos reales. Se prevé que la inflación aumente en 2018 como consecuencia de la subida de los precios del petróleo y el aumento de la presión de la demanda procedente de una recuperación sincronizada, pero esas influencias se verán mitigadas por la apreciación del tipo de cambio. La deflación ya no es motivo de preocupación, habida cuenta de la solidez de la recuperación, la elevada utilización de la capacidad y la reducción de la alta tasa de desempleo. No obstante, es poco probable que aparezcan presiones inflacionarias considerables.

25. La recuperación ha cobrado nuevo impulso, pero cuenta todavía con el apoyo de una política monetaria acomodaticia. Sin embargo, el Banco Central Europeo ha señalado que, tras años de compras abundantes de bonos, se retirará el estímulo monetario masivo, ya que han cambiado las perspectivas de inflación para la zona del euro. El Banco redujo las compras netas mensuales de activos de 60.000 millones a 30.000 millones de euros en enero de 2018. Las compras a ese ritmo continuarán al menos hasta septiembre de 2018. No obstante, la reinversión de los bonos de próximo vencimiento en la cartera del Banco está compensando en parte esa reducción, y los efectos se prolongarán hasta mucho después de que finalicen las compras de activos netos. En general, el Banco Central Europeo mantendrá una presencia sustancial en los mercados de bonos. No obstante, en marzo de 2018, el Banco retiró una promesa anterior de prorrogar el programa de compra de activos en caso necesario, demostrando así su confianza en la fortaleza de la recuperación. El Banco se propone mantener las bajas tasas de interés actuales hasta después de que finalice la flexibilización cuantitativa, y no se prevén cambios hasta mediados de 2019.

26. Las condiciones crediticias siguieron mejorando. Los préstamos a los hogares y a las empresas siguieron aumentando, llegando a crecer en torno al 2,8% en 2017. La salud de los sistemas bancarios en los países de la zona del euro ha mejorado, en consonancia con la situación económica. Sin embargo, el gran volumen de préstamos improductivos sigue mermando la rentabilidad y la capacidad crediticia de ese sector en algunas economías. A finales del tercer trimestre de 2017, la proporción de préstamos improductivos respecto del total de los préstamos fue de dos dígitos en seis países de la zona del euro.

27. Después de tocar fondo en 2014, la subida de los precios de la vivienda se aceleró ligeramente en 2017. El efecto de enriquecimiento resultante de la subida de los precios de la vivienda está teniendo una influencia positiva en el consumo. Si bien los precios nominales fueron un 7% superiores a los del nivel máximo alcanzado antes de la crisis en el tercer trimestre de 2017, en términos reales se mantuvieron en los niveles registrados a mediados de 2011. Se ha observado un crecimiento mucho más rápido en el conjunto de la Unión Europea, donde los precios de la vivienda han alcanzado ya los niveles sin precedentes anteriores a la crisis financiera mundial en términos reales. Existen también importantes diferencias entre países, ya que en España e Italia los precios son solo alrededor de las tres cuartas partes de los niveles máximos anteriores.

28. Tras un período sostenido de políticas monetarias acomodaticias, la transición hacia una política más normal suscita algunas preocupaciones en materia de política. Los desequilibrios financieros, la mala asignación de capital y la valoración inadecuada de los riesgos que puedan haberse acumulado en un contexto financiero laxo pueden hacerse patentes a medida que se acelere el ritmo de la actividad económica y provoque un endurecimiento de la política monetaria. Ello puede dar lugar a grandes correcciones de los precios de los activos, con consecuencias negativas. En particular, las primas de riesgo en los mercados de deuda soberana han caído, debido en parte a la continuación de las compras de bonos por el Banco Central Europeo. La reducción de la intervención del Banco Central Europeo puede incrementar la vulnerabilidad de bonos periféricos al nivel de confianza de los

mercados. Los niveles de deuda en el sector empresarial no financiero son elevados, y son por ello una fuente de riesgo si las condiciones financieras son más restrictivas.

29. La situación fiscal de la zona del euro ha mejorado gracias a la recuperación cíclica y a la persistencia de los bajos costos de financiación. En 2017, no se incoó ningún procedimiento de déficit excesivo, y se cancelaron los relativos a Grecia, Portugal y el Reino Unido de Gran Bretaña e Irlanda del Norte. España fue el único país con un déficit de más del 3% en 2017, pero la desviación con respecto a ese umbral era marginal y dentro del objetivo previsto, debido al fuerte crecimiento de los ingresos. Sin embargo, aunque los saldos fiscales están convergiendo, las cargas de la deuda son muy diferentes, lo que tiene importantes repercusiones en el margen fiscal. Hay varios países muy endeudados que pueden sufrir los efectos del costo creciente del endeudamiento a medida que se endurezcan las condiciones financieras. En cambio, otros países tienen la oportunidad de impulsar la inversión pública y el gasto en infraestructura en términos generales, lo que contribuiría a restablecer el equilibrio en la zona del euro. La deuda pública en porcentaje del PIB está disminuyendo en Alemania desde 2010, pero sigue siendo superior al 100% en Bélgica, Chipre, Grecia e Italia. Grecia consiguió volver a los mercados de capital en el verano de 2017, lo que puso de manifiesto los progresos realizados para volver a la normalidad financiera; no obstante, reveló también la búsqueda constante de rentabilidad por los inversores en un entorno con intereses bajos.

30. Han continuado los debates sobre la reforma de la arquitectura institucional de la zona del euro, en particular en lo que respecta a las diferentes iniciativas de distribución de los riesgos financieros. En diciembre de 2017, la Comisión Europea preparó una hoja de ruta para la profundización de la unión económica y monetaria de Europa que contenía varias propuestas, entre ellas el establecimiento de un fondo monetario europeo para ayudar a los miembros en situación financiera precaria, sobre la base del Mecanismo Europeo de Estabilidad, y de nuevos instrumentos presupuestarios para apoyar la estabilidad.

31. La zona del euro siguió registrando un gran superávit en cuenta corriente, equivalente al 3,5% del PIB. Las diferencias en materia de competitividad fomentaron los desequilibrios en el período anterior a la crisis. Al escasear la financiación, los países de la periferia que tenían grandes déficits en cuenta corriente se vieron obligados a introducir ajustes, principalmente mediante la contracción de las importaciones resultante de la compresión de la demanda. Se han conseguido también avances en el frente de la competitividad externa. En España, las exportaciones en proporción del PIB son ahora aproximadamente 10 puntos porcentuales superiores a los niveles de 2007. Con excepción de Grecia, todos los países periféricos registran superávits en cuenta corriente, lo que significa que son proveedores netos de financiación para el resto del mundo. A diferencia de lo que ocurría antes de la crisis financiera mundial, no dependen de las entradas de capital en gran escala. Sin embargo, no se ha observado ningún ajuste simétrico en los países con superávit. En Alemania, que representa aproximadamente las dos terceras partes del superávit en cuenta corriente de la zona del euro, el superávit solo disminuyó marginalmente en 2017 y se mantuvo en torno al 8% del PIB.

32. La mejora de las perspectivas económicas ofrece un entorno más propicio para la adopción de las reformas estructurales necesarias para aumentar la productividad, reducir las presiones ambientales y fomentar la inclusividad. El lento crecimiento de la productividad sigue siendo motivo de gran preocupación, aunque hay algunas tendencias prometedoras. Uno de los factores que explicaba la lentitud de las tendencias de la productividad era el bajo nivel de inversión, pero la recuperación sostenida se ve acompañada ahora de un gasto más considerable en equipo. El aumento de la productividad aliviaría las presiones inflacionarias y el efecto

amortiguador que el envejecimiento creciente de la población podría tener en la producción.

33. La formación bruta de capital fijo en porcentaje del PIB sigue estando, sin embargo, por debajo de los niveles anteriores a la crisis financiera mundial. La constante falta de inversión, en particular en esferas críticas como la infraestructura de la energía y el transporte, ha reducido el potencial de crecimiento de la economía. Ha mermado también la capacidad de abordar con mayor rapidez los problemas ambientales que se divisan en el horizonte. Según el Banco Europeo de Inversiones, la inversión en la mitigación del cambio climático en el conjunto de la Unión Europea bajó del 1,6% del PIB en 2012 a solo el 1,2% en 2016⁴.

34. La convergencia de los ingresos reales en los distintos países se estancó en los primeros años de la zona del euro y se invirtió durante la crisis financiera mundial. El bajo crecimiento de la productividad en algunos países, junto con unos niveles de productividad inicialmente bajos, contribuyó a esa evolución adversa para la cohesión de la unión monetaria. Durante el auge de los mercados financieros, las corrientes de capital transfronterizas financiaron inversiones en sectores como la vivienda y los bienes inmuebles, donde los aumentos de la productividad son limitados, por lo que no contribuyeron a una convergencia sostenible de los ingresos. La inversión en infraestructura se ha visto afectada negativamente por las anteriores medidas de consolidación fiscal, ya que los gastos de capital se encontraban entre los objetivos de los recortes. La mayor disminución de los gastos en infraestructura ha ocurrido en los países con infraestructura de peor calidad, en detrimento de una convergencia real.

35. La recuperación se ha visto acompañada por la inversión de algunos de los efectos negativos sobre la pobreza y la desigualdad de los ingresos resultantes de la crisis. La redistribución fiscal es un importante instrumento normativo para reducir la desigualdad. Según la Comisión Europea, la redistribución a través de los sistemas fiscales de la Unión Europea consiguió reducir la desigualdad de los ingresos aproximadamente un tercio entre 2004 y 2014, y es el motivo principal de que la desigualdad de los hogares en la Unión Europea sea mucho menor que en los Estados Unidos⁵.

36. Si bien, en general, la desigualdad de ingresos de los hogares ha permanecido casi sin cambios a lo largo del último decenio, hay importantes disparidades entre los grupos de edad en lo que se refiere a la dinámica de la pobreza. La proporción de personas en riesgo de pobreza y exclusión social pasó del 21,7% al 23,1% entre 2008 y 2016. No obstante, el aumento fue mayor en las personas de 18 a 24 años de edad, en concreto del 26,4% al 30,3%, mientras que la proporción de personas que corrían riesgo de pobreza y exclusión social bajó en el caso de las personas de 65 o más años. Esa dinámica divergente es resultado de la evolución del mercado de trabajo, pero también, en muchos países, del diseño de los sistemas de protección social, que están más orientados a la protección de los pensionistas. Resulta problemático tener en cuenta las múltiples consecuencias del envejecimiento y, al mismo tiempo, garantizar la equidad intergeneracional.

⁴ Banco Europeo de Inversiones, *Investment report 2017/2018: from recovery to sustainable growth* (noviembre de 2017). Disponible en www.eib.org/attachments/efs/economic_investment_report_2017_en.pdf.

⁵ Comisión Europea, *Report on Public Finances in EMU, 2017*, Institutional Paper 069 (Luxemburgo, Oficina de Publicaciones de la Unión Europea, 2018). Disponible en [Eu/info/sites/info/files/economy-finance/ip069_en.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/economy-finance/ip069_en.pdf).

B. Otros países avanzados

37. El crecimiento fue mayor del previsto en el Reino Unido tras los resultados del referendo sobre la adhesión a la Unión Europea de junio de 2016. Las consecuencias negativas inmediatas para la inversión fueron menores de lo previsto, pero el consumo se resintió debido a que la depreciación de la libra esterlina impulsó la inflación y redujo los ingresos reales. Los sectores orientados hacia el exterior tuvieron resultados comparativamente mejores, ya que se beneficiaron de una mayor competitividad. En términos generales, el crecimiento del PIB descendió del 1,9% en 2016 al 1,7% en 2017. Esa desaceleración estaba en contraste con el desempeño más sólido de los principales socios comerciales del país y la fortaleza de la economía mundial. La lentitud del crecimiento y la disminución del desempleo han tenido como resultado el debilitamiento de las tendencias de la productividad. La expansión de la fuerza de trabajo fue un importante motor de la actividad económica en el Reino Unido durante el último decenio, pero estuvo acompañada de una escasa productividad. La reducción de la inmigración neta después del referendo sobre la adhesión a la Unión Europea ha influido también negativamente en el crecimiento.

38. La inflación superó la meta del 2,0%, y alcanzó el 3,0% a finales de 2017. La depreciación de la libra esterlina y la reducción de la atonía de la economía han dado lugar a un cambio en las perspectivas de inflación. En noviembre de 2017 el Banco de Inglaterra elevó las tasas de interés 25 puntos básicos por primera vez en un decenio, comenzando así la normalización de la política monetaria. Sin embargo, la situación financiera sigue siendo muy acomodaticia e impulsando la actividad económica.

39. Las perspectivas económicas del Reino Unido siguen estando vinculadas a los resultados de las negociaciones sobre su salida de la Unión Europea. En marzo de 2018, se llegó a un acuerdo sobre un período de transición de 21 meses a partir de marzo de 2019, condicionado a la conclusión de un acuerdo de retirada. Durante ese período, el Reino Unido seguirá respetando las normas de la Unión Europea y participará en su unión aduanera y mercado único. Ello ofrecerá a los gobiernos y a las empresas más tiempo para planificar, pero no se han aclarado todavía los detalles de la retirada de la Unión Europea. La incertidumbre seguirá pesando sobre las perspectivas económicas.

40. El desempeño económico fue en general positivo en los países escandinavos. En Noruega, la inversión de la caída de los precios del petróleo impulsó la actividad económica y en 2017 el crecimiento del PIB se aceleró del 1,1% al 1,8%, gracias al aumento del consumo de los hogares y a un fuerte repunte de la inversión. En Suecia, el crecimiento fue sólido. La inversión, en particular en el sector de la vivienda, realizó una gran contribución al aumento estimado del 2,7% del PIB en 2017. Sin embargo, a comienzos de 2018 algunos datos revelaron un descenso de la confianza en la economía. En Dinamarca, el crecimiento se aceleró ligeramente y alcanzó el 2,1% en 2017. La recuperación de la demanda externa neta, que representaba casi una cuarta parte de la expansión observada, compensó la desaceleración del consumo y la inversión. No obstante, ese desempeño se vio estimulado por un gran pago resultante de una patente, que se contabilizó como exportación de servicios y elevó la tasa de crecimiento 0,4 puntos porcentuales, según la Oficina de Estadística de Dinamarca. Ese ejemplo demuestra las limitaciones del uso del PIB para evaluar la actividad interna en una economía pequeña y abierta como Dinamarca o Irlanda.

41. Los precios de la vivienda han aumentado rápidamente en los últimos años en los países escandinavos, en particular en las capitales. En Dinamarca, se registró un drástico ajuste de los precios de la vivienda después de la crisis financiera mundial, pero los precios se recuperaron posteriormente. El endeudamiento de los hogares es grande en los países escandinavos y las autoridades monetarias han expresado su

preocupación por los nuevos riesgos financieros. En Dinamarca, además del fortalecimiento de las políticas macroprudenciales, se han reformado la valoración y la tributación inmobiliarias para frenar la subida de los precios de la vivienda. Estos comenzaron a descender en los meses centrales o finales de 2017, según el país, lo que ha reducido la probabilidad de un ajuste mayor.

42. La política monetaria ha sido muy acomodaticia, lo que ha contribuido a la subida de los precios de la vivienda. Las tasas de interés oficiales se mantienen en mínimos históricos en Suecia (-0,50%) y Noruega (+0,50%). La inflación ha aumentado, especialmente en Dinamarca, y se prevé que lo siga haciendo, pero continúa siendo baja. En Suecia, la inflación alcanzó su punto máximo en julio de 2017 y ha disminuido desde entonces.

43. El crecimiento siguió siendo moderado en Suiza en 2017, ya que la fortaleza del franco suizo frenó la actividad económica. A pesar de cierto debilitamiento, el tipo de cambio se mantuvo en torno a un 20% por encima del nivel anterior a la crisis financiera mundial en cifras ponderadas en función del comercio real. La inflación volvió a registrar cifras positivas después de cinco años de deflación impulsada por la subida de los precios del petróleo y la depreciación del franco suizo. En general, las presiones sobre los salarios y los precios siguen siendo muy débiles. Según las previsiones, el ritmo de la expansión de la actividad económica se acelerará considerablemente en 2018, impulsado por la depreciación del franco suizo y las favorables condiciones internacionales.

V. Economías emergentes

A. Nuevos Estados miembros de la Unión Europea

44. El desempeño económico fue sólido en 2017 y la producción alcanzó el ritmo más rápido de crecimiento en un decenio, pasando del 3,2% en 2016 al 4,8%. El alza en el resto de la Unión Europea ha creado un entorno favorable para la actividad económica, al mismo tiempo que las políticas apoyan el crecimiento. La ampliación se moderará en 2018, pero seguirá siendo sólida, ya que se prevé que continúen las circunstancias externas positivas. El rápido ritmo de expansión observado implica nuevos progresos en la reducción de la brecha de los ingresos con los Estados miembros que se adhirieron antes a la Unión Europea. El diferencial de crecimiento es superior al 2%, como en los años anteriores a la crisis financiera mundial, lo que contribuye a la convergencia económica.

45. El consumo privado, respaldado por el crecimiento de los salarios reales y de los ingresos de los hogares, ha sido el principal motor de la recuperación. Las intervenciones públicas han impulsado también el consumo en algunos países. En Polonia, las transferencias a las familias con hijos representan una fuente adicional de ingresos. En Hungría, el salario mínimo registró en 2017 una subida del 15%, que iría seguida de un 8% adicional en 2018. En Rumania, una política fiscal procíclica alentó el fuerte crecimiento del consumo de los hogares, que dio lugar a la mayor expansión económica observada en la Unión Europea, ya que el PIB subió un 7%.

46. La inversión recobró nuevo impulso, respaldada por el aumento de las transferencias fiscales de la Unión Europea, la mejora de las perspectivas económicas y la elevada tasa de utilización de la capacidad. La aceleración de la inversión fue particularmente intensa en Hungría, como consecuencia de la elevada tasa de absorción de los fondos de la Unión Europea. En Polonia, la inversión pública se recuperó al acelerarse el ritmo de las transferencias de la Unión Europea. La inversión del sector privado sigue siendo débil, pero se prevé que aumente, a medida que aparezcan nuevas oportunidades gracias a una mayor inversión en infraestructura.

cofinanciada por la Unión Europea. Por el contrario, el crecimiento de la inversión total en Rumania fue moderado, mientras que la inversión pública disminuyó debido a la baja absorción de los fondos de la Unión Europea y a la prioridad asignada a los gastos corrientes. En Croacia, el efecto negativo de los problemas relacionados con el gran conglomerado Agrokor contribuyó al debilitamiento de la inversión.

47. Las tasas de desempleo siguieron disminuyendo en toda la subregión. En Croacia, a pesar del crecimiento del empleo y la persistente emigración, el desempleo siguió siendo elevado, ligeramente por debajo del 12% a finales de 2017. En cambio, en Chequia, la baja tasa de desempleo disminuyó aún más. Chequia tiene la tasa más baja de desempleo de la Unión Europea, el 2,4% en enero de 2018, seguida de Alemania, con un 3,6%.

48. El enrarecimiento de los mercados de trabajo ha ido acompañado de una subida de los salarios. La escasez de mano de obra se ha hecho patente en determinadas zonas de algunos países, y se ha cubierto parcialmente con los trabajadores migrantes. La migración desde Ucrania representa el grueso de las entradas en Chequia y, en particular, en Polonia, donde ha contribuido a moderar las presiones salariales. La escasa disponibilidad de conocimientos se está convirtiendo en un obstáculo a la inversión en algunos países de la subregión. Si bien las salidas migratorias han disminuido, sigue habiendo preocupaciones por la fuga de personal cualificado. A largo plazo, las tendencias demográficas negativas provocarán la disminución de la población en edad de trabajar, disminución que, según las previsiones, será particularmente grande en Bulgaria, Polonia y Rumania. En Polonia, la reducción de la edad de jubilación introducida el octubre pasado limitará todavía más la oferta de mano de obra.

49. La inflación, que fue muy baja o negativa en 2016, se aceleró a lo largo de 2017. En Polonia, la inflación básica ha oscilado en torno al 2% en el último año, aunque se prevé una subida. En Bulgaria, después de tres años de deflación, los precios han comenzado a crecer de forma moderada. En Chequia, la apreciación del tipo de cambio, tras la flotación de la corona en abril de 2017, ha contribuido a generar presiones inflacionarias moderadas. En Rumania, la inflación se ha acelerado considerablemente, impulsada por la fuerte demanda y los elevados precios de la energía, y en febrero de 2018 era del 3,8%, la tasa más alta de la Unión Europea.

50. El fuerte crecimiento económico ha aumentado los ingresos y mejorado la posición fiscal de los países de la subregión. En Bulgaria, la fuerte subida de los ingresos fiscales se utilizó a finales de 2017 para aumentar significativamente el gasto, al mismo tiempo que se mantenía el superávit presupuestario. En Chequia, los costos muy bajos del servicio de la deuda contribuyeron al fortalecimiento de la situación fiscal del país. A pesar del rápido crecimiento de los gastos, el déficit se mantuvo en torno al 3% del PIB en Polonia. En Croacia, los ingresos superiores a lo previsto generaron un excedente del saldo primario por primera vez desde la independencia del país, y dieron lugar a una reducción del déficit global. La relación entre la deuda pública y el PIB, que es comparativamente elevada, sigue una trayectoria descendente.

51. Las tendencias de las políticas monetarias presentan divergencias en la subregión. Las autoridades monetarias de Hungría y Polonia se muestran menos alarmadas por la inflación hasta el momento, pero parecen estar más dispuestas a adoptar políticas más restrictivas en Chequia y Rumania. En Polonia, las tasas de interés no han variado desde marzo de 2015. Si bien la inflación ha llegado a su fin, las autoridades monetarias no han dado todavía muestras de que vayan a subir las tasas. El Banco Nacional Checo aprobó un aumento muy pequeño de la tasa de interés en agosto de 2017, y a principios de 2018 comenzó a expresar algunas preocupaciones sobre el efecto inflacionario de la subida salarial. El Banco Nacional de Rumania

elevó las tasas oficiales, que no habían cambiado desde mayo de 2015, en dos ocasiones en los dos primeros meses de 2018.

52. El crecimiento del crédito se aceleró en la mayoría de los nuevos Estados miembros de la Unión Europea, en particular en lo que respecta a los hogares, pero siguió contrayéndose en Croacia. En general, la expansión del crédito fue relativamente moderada, siendo Chequia el único país que registró aumentos muy superiores al crecimiento del PIB nominal. La financiación por la banca extranjera mejoró en general, pero el sólido crecimiento de los depósitos internos fue, con mucho, la principal fuente de financiación para el aumento de los préstamos. A diferencia de la situación anterior a la crisis financiera mundial, cuando las entradas de capital extranjero eran considerables, es probable que la expansión del crédito se vea obstaculizada por el crecimiento de los depósitos internos. Los sectores bancarios de la subregión están en mejores condiciones, aunque la proporción de préstamos improductivos sigue siendo elevada y está disminuyendo lentamente solo en Bulgaria y Croacia. Los precios de la vivienda han subido también con rapidez en los últimos años, aunque los coeficientes entre deuda e ingresos siguen estando muy por debajo de los observados en los países miembros que se adhirieron antes a la Unión Europea.

53. Los déficits en cuenta corriente disminuyeron marcadamente o se convirtieron en superávits en la mayoría de los países de la subregión, después de la crisis de la deuda soberana en la zona del euro en 2012, debido a las tensiones asociadas en los mercados financieros y sus efectos negativos en las corrientes financieras transfronterizas. Ello implica un exceso de ahorro interno con respecto a la inversión, pese a las oportunidades creadas para un crecimiento económico más rápido en esas economías. En Bulgaria, la demanda interna sustituyó en 2017 al crecimiento impulsado por las exportaciones como principal fuente de expansión, pero el superávit en cuenta corriente sigue siendo uno de los mayores de la región, en torno al 4% del PIB. Como en Croacia, el crecimiento de los ingresos del turismo en Bulgaria benefició a la balanza exterior. En Hungría, el deterioro de la balanza comercial dio lugar a una fuerte disminución del superávit en cuenta corriente, que sin embargo se mantuvo próximo al 4% del PIB. Por el contrario, el déficit en cuenta corriente en la economía rumana, en fase de rápido crecimiento, siguió aumentando, hasta llegar al 3,5% del PIB.

54. Las perspectivas económicas de la subregión están estrechamente vinculadas con las del resto de la Unión Europea, debido a sus fuertes vínculos comerciales y de inversión. Las transferencias fiscales de la Unión Europea en el marco de su política de cohesión tienen importantes repercusiones en la demanda interna y los ciclos de desembolso influyen en la dinámica de la producción. Si bien los resultados recientes y las perspectivas inmediatas son positivos, se plantean algunas preocupaciones a mediano plazo. Es probable que la salida final del Reino Unido de la Unión Europea dé lugar a una reducción de la financiación disponible para transferencias a los países que se benefician de la política de cohesión, lo que debilitaría la influencia de un importante impulsor del crecimiento en los nuevos Estados miembros de la Unión Europea.

B. Europa Sudoriental

55. Los resultados económicos en la región de los Balcanes Occidentales fueron desiguales en 2017. El crecimiento se aceleró en Albania y, en particular, en Montenegro, ya que ambas economías crecieron a un ritmo estimado de cerca del 4%, mientras que el crecimiento en Bosnia y Herzegovina se mantuvo estable en torno al 3%. La mejora de las perspectivas económicas de la Unión Europea y el aumento de la demanda interna alentaron el dinamismo económico. Las inversiones relacionadas con la infraestructura siguieron impulsando la actividad económica, en particular en

Montenegro. El consumo privado contribuye cada vez más promover la expansión de la producción, con apoyo de las mejoras introducidas en los mercados de trabajo y, en algunos países, el aumento de las remesas. El aumento de los ingresos del turismo está promoviendo también un mayor dinamismo económico en Bosnia y Herzegovina y en Montenegro.

56. En cambio, en Serbia, la mayor economía de la subregión, el crecimiento bajó del 2,8% en 2016 al 1,9% en 2017. Si bien el consumo privado está recuperándose, las malas condiciones meteorológicas afectaron negativamente a la agricultura y la lentitud en la ejecución de los proyectos públicos frenó la inversión. En la ex República Yugoslava de Macedonia, las tensiones políticas provocaron un fuerte descenso de la inversión y la producción global se mantuvo prácticamente sin cambios.

57. El crecimiento económico ha creado nuevos empleos, a pesar de lo cual el desempleo sigue siendo alto, en particular en Bosnia y Herzegovina y, a pesar de la introducción de programas del sector público, en la ex República Yugoslava de Macedonia. El desempleo de los jóvenes, en particular, es en toda la subregión un problema importante, que sigue fomentando la migración.

58. La inflación siguió siendo baja en la subregión, aunque empezó a aumentar ligeramente en un contexto de fortalecimiento de la demanda interna. Las elevadas tasas de desempleo revelan que hay todavía una atonía considerable en los mercados de trabajo. La falta de presiones sobre los precios y la continuidad de los avances en la consolidación fiscal llevaron a las autoridades monetarias de Serbia a reducir las tasas de interés dos veces en 2017 y a aprobar otra reducción a comienzos de 2018. En la ex República Yugoslava de Macedonia, los precios comenzaron a subir después de tres años de deflación. En Albania, la política monetaria sigue siendo acomodaticia, ya que la inflación sigue siendo todavía muy inferior a la meta prevista.

59. El fortalecimiento de la demanda interna dio lugar a grandes déficits externos, en particular en Montenegro, donde las importaciones relacionadas con la inversión generaron una brecha importante. Los grandes déficits provocan considerables necesidades de financiación y, en consecuencia, la subregión está expuesta a un deterioro de las condiciones de la financiación externa. La inversión extranjera directa, sin embargo, sigue siendo la principal fuente de financiación y la mayor capacidad de exportación tenderá a reducir los desequilibrios externos en el futuro.

60. Las perspectivas económicas dependen de la dinámica de crecimiento de la Unión Europea, que absorbe casi tres cuartas partes de las exportaciones de mercancías de los países de la subregión. La adhesión a la Unión Europea, aunque es todavía una posibilidad remota, proporciona una base para las políticas económicas. Es también una fuente de financiación y, según las previsiones, en 2018 se recibirán aproximadamente 1.100 millones de euros en fondos de preadhesión. En febrero de 2018 se publicó una estrategia de la Comisión Europea sobre un mayor compromiso de la Unión Europea en los Balcanes Occidentales⁶, que presentó las medidas orientativas necesarias para que Montenegro y Serbia, los dos países que han entablado ya negociaciones, completaran el proceso de adhesión en 2025. Si bien el proceso de convergencia de los ingresos ha avanzado con rapidez entre 2000 y 2007, se ha estancado desde entonces y el PIB per cápita de la subregión es solo alrededor de una tercera parte de la media de la Unión Europea.

61. La tasa de crecimiento económico de Turquía se duplicó con creces en 2017; el PIB creció un 7,4% en un contexto de políticas de apoyo y aumento de la demanda externa, incluido el incremento de los ingresos del turismo. El mercado de trabajo ha

⁶ Disponible en <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/HTML/?uri=CELEX:52018DC0065&from=ES>.

evolucionado favorablemente, al tiempo que ha absorbido un gran aumento de la fuerza de trabajo. El rápido ritmo de creación de empleo y el estímulo gubernamental han impulsado el consumo. Por el contrario, la inversión ha quedado a la zaga. La inflación se aceleró en 2017, impulsada por el aumento de la demanda interna, la debilidad de la lira turca y la subida de los precios de la energía. Aunque ha comenzado a disminuir y era del 10,3% en febrero de 2018, se mantuvo muy por encima de la meta del 5%. Las autoridades monetarias subieron algunas tasas de interés clave en 2017, pero la política monetaria sigue siendo flexible. Un gran déficit en cuenta corriente hace que el país dependa de la financiación externa y sea vulnerable a una inversión de las entradas de capital extranjero y al deterioro de las condiciones de financiación. En 2017 alrededor de la mitad del déficit se financió con flujos de cartera, principalmente bonos públicos, mientras que la proporción de la inversión extranjera directa disminuyó. Si bien la dinámica demográfica apoya el crecimiento a largo plazo, las tendencias de la inversión y la productividad parecen menos favorables para el desempeño futuro.

C. Comunidad de Estados Independientes y Georgia

62. El ritmo de la actividad económica se aceleró en el año 2017, caracterizado por la reanudación del crecimiento en la Federación de Rusia después de dos años de contracción. La mejora de las relaciones de intercambio, un entorno externo más propicio y unas condiciones macroeconómicas menos inestables impulsaron la recuperación. En general, el crecimiento del PIB fue modesto y muy inferior al del período anterior a la crisis. La producción total de la Comunidad de Estados Independientes se mantuvo prácticamente sin cambios en 2016 y aumentó en torno al 2,1% en 2017. El mantenimiento de un entorno externo propicio, incluida la mejora de la relación de intercambio, representa un mayor apoyo a la recuperación en 2018.

63. La reacción a la caída de los precios del petróleo iniciada en 2014 fue más rápida en la Federación de Rusia que en otros exportadores de energía de la Comunidad de Estados Independientes, lo que hizo posible que el tipo de cambio se ajustara debidamente. En comparación con contracciones anteriores, la recesión fue mucho más superficial. Tras una contracción acumulada del 2,7% en 2015 y 2016, el PIB de la Federación de Rusia subió un 1,5% en 2017. En cambio, la renuencia inicial de otros países exportadores de energía a dejar que la moneda se depreciara dio lugar a un ritmo de ajuste más lento. En Azerbaiyán, la producción sufrió una grave contracción en 2016 y se mantuvo prácticamente sin cambios en 2017.

64. En Ucrania, la recuperación continuó por un segundo año, a pesar de las incautaciones de empresas y el bloqueo comercial en el este del país. Sin embargo, las repercusiones negativas de esos acontecimientos y la disminución de la producción agrícola frenaron la economía. En general, la economía de Ucrania se ha contraído un 20% desde 2008. Belarús salió de la recesión en 2017, con un fuerte crecimiento industrial y una buena cosecha. La solución de su controversia con la Federación de Rusia relacionada con las deudas por gas y el abastecimiento de petróleo mejoró las perspectivas económicas. En Kazajstán, la subida de los precios del petróleo y el aumento de la producción en el yacimiento de petróleo de Kashagan fueron factores clave del mayor crecimiento observado.

65. La recuperación de las remesas procedentes de la Federación de Rusia contribuyó a la aceleración de la actividad económica en los importadores de energía de Asia Central. En Kirguistán, un gran aumento de la producción de oro estimuló la producción. En Armenia, donde las remesas son también importantes, la economía ha tenido una fuerte recuperación, en un contexto de rápido crecimiento industrial y subida de los precios del cobre.

66. La demanda interna fue el principal motor de la recuperación. El consumidor ruso, a diferencia de lo ocurrido en crisis anteriores, sufrió la peor parte del ajuste durante la reciente recesión, pero la dinámica del comercio al por menor y los préstamos hipotecarios mejoraron en paralelo con una fuerte subida de los salarios reales. Sin embargo, el consumo siguió siendo débil y no pudo seguir el ritmo de la inversión. En Ucrania, el salario mínimo se duplicó y el consumo privado cobró impulso, pero la formación bruta de capital fijo siguió mostrando un dinamismo mucho mayor. En Kazajistán, el aumento de las exportaciones contribuyó también a acelerar el crecimiento.

67. La inflación disminuyó en toda la subregión, gracias al fortalecimiento de los tipos de cambio, pero en algunos países la subida del precio de los servicios públicos contribuyó a un aumento de la inflación. En la Federación de Rusia, la caída de los precios de los alimentos, impulsada por una buena cosecha y la reanudación de las importaciones procedentes de Turquía, ha contribuido a la disminución de la inflación, que fue del 2,2% en febrero de 2018. La recuperación de la demanda interna y la inversión de los efectos positivos de la apreciación del tipo de cambio pueden crear presiones inflacionarias. En Ucrania, la inflación se mantuvo en un nivel elevado, el 13,7%, a finales de 2017, muy por encima de la meta del 8%. En cambio, la inflación se redujo a un solo dígito en Belarús, gracias a una política monetaria restrictiva y a la reducción de los préstamos dirigidos. En Uzbekistán, la liberalización de la reglamentación cambiaria y la transición en curso hacia la convertibilidad abrieron nuevas perspectivas para la inversión, pero la fuerte depreciación consiguiente del tipo de cambio generó presiones inflacionarias. En Armenia, la deflación llegó a su fin en 2017 y la inflación siguió aumentando en 2018.

68. El debilitamiento de las presiones sobre los precios permitió una cauta flexibilización de las políticas monetarias, aunque los países de la subregión se encuentran en posiciones distintas en el ciclo de flexibilización. En cambio, el decepcionante comportamiento de la inflación en Ucrania, a pesar de la relativa estabilidad del tipo de cambio, llevó al Banco Nacional de Ucrania a aumentar fuertemente las tasas, elevándolas 350 puntos básicos entre diciembre de 2017 y marzo de 2018 y, por lo tanto, invirtiendo los recortes de los meses anteriores de 2017. En la Federación de Rusia, las tasas reales son relativamente elevadas en comparación con otros mercados emergentes, pero la política monetaria se está liberalizando. El Banco Central de la Federación de Rusia recortó las tasas 50 puntos básicos en diciembre de 2017 y otros 25 —hasta el 7,50%— en marzo de 2018. Se prevén nuevas reducciones, pero el debilitamiento reciente del tipo de cambio puede dar lugar a una pausa.

69. El empleo se mantuvo constante durante la reciente crisis, debido a la flexibilidad salarial y al trabajo a tiempo parcial. La recuperación actual ha hecho posibles mejoras salariales crecientes, la reducción de los mecanismos de ajuste involuntarios y el descenso de las tasas de desempleo. En la Federación de Rusia, la disminución del desempleo ha ido acompañada de una contracción de la fuerza de trabajo, impulsada por las tendencias demográficas, y de la aparición de situaciones de escasez de mano de obra calificada en algunas zonas. En Belarús, el aumento del crecimiento económico no dio lugar a un aumento del empleo, debido a los efectos de la reestructuración en curso de las empresas estatales.

70. Los precios del petróleo subieron en 2017, con resultados favorables para las finanzas públicas en los países productores de petróleo y en Belarús, que se beneficia de las entregas de petróleo de la Federación de Rusia para su refinado y reexportación. A pesar de la recuperación, se prevé que los precios sigan siendo mucho más bajos que antes de la fuerte disminución iniciada en 2014. Los países exportadores de energía siguieron adaptándose a un entorno de precios bajos persistentes y emprendieron el camino de la consolidación fiscal. Se establecieron nuevos marcos

fiscales para la utilización de los recursos de hidrocarburos. Los planes fiscales a mediano plazo implican un nuevo ajuste fiscal. Al mismo tiempo, se ha observado en la subregión una mayor insistencia normativa en la eficiencia del gasto público y su contribución al crecimiento.

71. Ucrania logró contener el déficit a pesar del aumento de los costos salariales del sector público, ya que la recaudación de impuestos se benefició de factores puntuales y la subida de la inflación aumentó los ingresos fiscales. Los ingresos resultantes de la privatización fueron muy inferiores a las metas establecidas. El sistema de pensiones tiene uno de los mayores déficits de la subregión, lo que aumenta la brecha de las finanzas públicas. En 2017 se introdujo una reforma de las pensiones, que elevó la tasa de jubilación efectiva.

72. La aceleración del crecimiento y, en algunos países, el fortalecimiento de los tipos de cambio reales fueron acompañados de un aumento de las importaciones. Por otra parte, la subida de los precios del petróleo impulsó el valor de las exportaciones de los países exportadores de energía, lo que dio lugar a una ampliación del superávit en cuenta corriente en la Federación de Rusia y a una reducción del déficit en Kazajstán, donde aumentaron también las exportaciones de petróleo. En Ucrania, el aumento de las remesas contribuyó a contener el déficit en cuenta corriente y contrarrestó los efectos de un aumento de la brecha comercial. En Belarús, la recuperación de la Federación de Rusia y la reanudación de las entregas de petróleo de ese país a niveles normales impulsaron considerablemente sus exportaciones.

73. En la Federación de Rusia, el desarrollo de algunos sectores, como la agricultura y el procesamiento de alimentos, se beneficiaron de las restricciones a la importación impuestas en respuesta a las sanciones. El resultado fue una disminución de la proporción de las importaciones de alimentos en el comercio al por menor. En Ucrania, la reorientación geográfica del comercio hacia destinos distintos de la Federación de Rusia ha ido acompañada de un cambio en la composición por productos para incluir más productos agrícolas. En la Federación de Rusia, la proporción global de la Unión Europea en el comercio total está disminuyendo, mientras que aumentó la de China, que ahora es el mayor interlocutor comercial de la Federación de Rusia. El volumen del comercio entre los países de la Unión Económica de Eurasia creció con mayor rapidez que en el caso de otros países.

74. La subregión disfrutó de un entorno propicio en lo que respecta al acceso al capital. Varios países, entre ellos Belarús, la Federación de Rusia, Ucrania y Tayikistán, aprovecharon la búsqueda de rentabilidad entre los inversores internacionales para el lanzamiento de eurobonos en 2017 y principios de 2018. Además, Belarús refinanció su deuda con la Federación de Rusia tras su acuerdo sobre los atrasos en el pago de las deudas por gas y un nuevo acuerdo sobre los suministros de energía. En Ucrania, la reciente emisión de bonos representó el regreso a los mercados de capital después de la reestructuración de la deuda de 2015. El problema de los pagos del servicio de la deuda se sigue cerniendo sobre los próximos años. Si bien las opciones de financiación han mejorado, las bajas perspectivas de crecimiento repercutirían negativamente en la sostenibilidad de la deuda en Ucrania. En Tayikistán, los ingresos procedentes de los eurobonos se utilizarán para financiar una central hidroeléctrica.

75. Las sanciones económicas contra la Federación de Rusia han dado lugar a un proceso de desapalancamiento, en particular en el sector bancario, en los últimos años. Las sanciones han limitado las opciones de financiación, pero no han impedido el acceso a la financiación extranjera. La parte de los no residentes en la deuda con la Federación de Rusia aumentó en 2017, mientras que las empresas han realizado reiteradas incursiones en los mercados internacionales de capital.

76. La concesión de préstamos, en particular a los hogares, aumentó en la Federación de Rusia y Kazajstán. Sin embargo, la situación del sector bancario sigue siendo en general poco satisfactoria en la subregión. El apoyo del Estado ha sido considerable en los últimos años y seguirá siendo necesario. En Kazajstán, por ejemplo, el apoyo gubernamental fue de alrededor del 5% del PIB en 2017. En Ucrania, la consolidación fiscal en los últimos años ha sido notable, e incluye la reducción de los déficits cuasifiscales en el sector del gas. No obstante, el costo de la reestructuración del sector bancario seguirá pesando en el futuro y contribuirá al deterioro de los coeficientes de la deuda pública. En la Federación de Rusia, a pesar de los recientes éxitos de la estabilización del sistema financiero, el Banco Central tuvo que intervenir para rescatar al mayor banco privado, ya que las preocupaciones por su solidez dieron lugar a la retirada masiva de depósitos. En Tayikistán, la caída de las remesas en el pasado creó graves problemas para el sector, cuya situación sigue siendo frágil. En general, los problemas en los sectores bancarios obstaculizan los progresos en la diversificación de la economía.

77. Si bien las perspectivas económicas han mejorado, siguen existiendo preocupaciones geopolíticas. La capacidad de exportación de Ucrania se ha visto perjudicada por la pérdida de control sobre los recursos en la parte oriental del país. Los Estados Unidos han impuesto nuevas sanciones contra la Federación de Rusia que afectan, entre otras cuestiones, a las exportaciones rusas y podrían repercutir también en la deuda soberana. Las sanciones tienen efectos negativos evidentes, como el aumento de los costos de capital, la pérdida de confianza y la mayor dificultad de acceso a la tecnología. No obstante, a corto plazo, han impulsado el desarrollo de algunos sectores y reducido la dependencia de la financiación extranjera. A diferencia de lo ocurrido en 2014, las sanciones recientes se están imponiendo en un contexto de subida de los precios del petróleo.

78. A pesar de la recuperación y la ampliación continuada prevista, se observa una falta de dinamismo económico en la subregión. Una vez más, la crisis reciente ha puesto de manifiesto la vulnerabilidad de la subregión a la caída de los precios de los productos básicos y su necesidad de acelerar los progresos en la diversificación de la economía. Los cambios en la estructura económica requieren niveles suficientes de inversión, que son comparativamente bajos en relación con otras economías emergentes. Las perspectivas moderadas de crecimiento han suscitado un mayor interés normativo en las reformas estructurales.