COMISIÓN
EUROPEA

Estrasburgo, 17.12.2019
COM(2019) 651 final

INFORME DE LA COMISIÓN

AL PARLAMENTO EUROPEO, AL CONSEJO, AL BANCO CENTRAL EUROPEO Y AL COMITÉ ECONÓMICO Y SOCIAL EUROPEO

Informe sobre el Mecanismo de Alerta 2020

(elaborado de conformidad con los artículos 3 y 4 del Reglamento (UE) n.º 1176/2011 relativo a la prevención y corrección de los desequilibrios macroeconómicos)

{SWD(2019) 630 final}

El Informe sobre el Mecanismo de Alerta (IMA) es el punto de partida del ciclo anual del procedimiento de desequilibrio macroeconómico (PDM), cuyo objetivo es detectar y corregir los desequilibrios que dificultan el «correcto funcionamiento de la economía de un Estado miembro, de la unión económica y monetaria o del conjunto de la Unión» [artículo 2, apartado 1, del Reglamento (UE) n.º 1176/2011][1].

El análisis del IMA se basa en una lectura económica de un cuadro de indicadores básicos, complementado por un conjunto más amplio de indicadores auxiliares, herramientas de evaluación, e información adicional pertinente, a fin de detectar en los Estados miembros posibles desequilibrios económicos que requieran la aplicación de medidas. El IMA determina los Estados miembros para los que se requiere un examen exhaustivo por parte de la Comisión con objeto de evaluar si sus riesgos macroeconómicos se acumulan o se corrigen y concluir si existen desequilibrios o desequilibrios excesivos. Teniendo en cuenta los debates sobre el IMA con el Parlamento Europeo y en el seno del Consejo y del Eurogrupo, la Comisión elaborará exámenes exhaustivos relativos a los Estados miembros pertinentes. Conforme a la práctica habitual, se realizará en cualquier caso un examen exhaustivo para los Estados miembros en los que se hayan detectado desequilibrios en la anterior tanda de exámenes exhaustivos. Los exámenes exhaustivos se incorporarán a los informes por país. Las conclusiones de los exámenes exhaustivos se incluirán en las recomendaciones específicas por país en el marco del Semestre Europeo para la coordinación de políticas económicas.

1. RESUMEN

El presente Informe inicia el noveno ciclo anual del procedimiento de desequilibrio macroeconómico (PDM)[2] El procedimiento tiene por objeto detectar los desequilibrios que dificultan el buen funcionamiento de las economías de los Estados miembros, de la unión económica y monetaria o de la Unión en su conjunto, así como estimular las respuestas políticas adecuadas. La ejecución del PDM se integra en el Semestre Europeo para la coordinación de políticas económicas, con el fin de garantizar la coherencia con los análisis realizados y las recomendaciones formuladas en el marco de otros instrumentos de supervisión económica. La Estrategia Anual de Crecimiento Sostenible (EACS), que se adopta al mismo tiempo que el presente Informe, hace balance de la situación económica y social de Europa y fija las prioridades políticas generales de la UE.

En el presente Informe se indican los Estados miembros respecto de los cuales deben llevarse a cabo exámenes exhaustivos, con el fin de evaluar si sufren desequilibrios que requieren la aplicación de medidas.[3] El IMA es un dispositivo de detección de desequilibrios económicos que se publica al comienzo de cada ciclo anual de coordinación de las políticas económicas. El análisis del IMA hace una lectura económica del cuadro de indicadores con umbrales indicativos, así como de un conjunto de indicadores auxiliares. El IMA incluye en la sección 2 un análisis de las implicaciones de los desequilibrios de los Estados miembros para la zona del euro y examina en qué medida se necesita

[1] [En caso de que el Reino Unido abandone la Unión sobre la base del Acuerdo sobre la Retirada del Reino Unido de Gran Bretaña e Irlanda del Norte de la Unión Europea y de la Comunidad Europea de la Energía Atómica [en lo sucesivo «Acuerdo de Retirada», (DO C 384 I de 12.11.2019, p. 1)], el Derecho de la Unión seguirá aplicándose al Reino Unido y en el Reino Unido durante el período transitorio establecido por dicho Acuerdo de Retirada.]

[2] El presente Informe va acompañado de un *anexo estadístico* que contiene una amplia serie de estadísticas utilizadas en su elaboración.

[3] Véase el artículo 5 del Reglamento (UE) n.º 1176/2011.

un enfoque coordinado de las respuestas políticas a la luz de las interdependencias existentes dentro de dicha zona[4]. A este respecto, el análisis que figura en el presente Informe acompaña la evaluación proporcionada en el documento de trabajo de los servicios de la Comisión Europea «Análisis de la economía de la zona del euro», que acompaña a la Recomendación de la Comisión de Recomendación del Consejo sobre la política económica de la zona del euro.

El análisis del IMA se lleva a cabo en el contexto de unas perspectivas económicas cambiantes, en las que se reduce la expansión económica y se han revisado a la baja las expectativas de inflación. Según las previsiones económicas del otoño de 2019 de la Comisión Europea, en 2019 el aumento del PIB real será del 1,4 % en la UE y del 1,1 % en la zona del euro, lo que indica una desaceleración en comparación con el 2 % y el 1,9 % de 2018 respectivamente. Para 2020, se prevé que el PIB crezca un 1,4 % en la UE y un 1,2 % en la zona del euro. Los datos desde finales de 2018 apuntan a una pérdida de impulso, especialmente en lo que se refiere a las exportaciones netas y a la producción manufacturera. La ralentización ha sido especialmente visible en los grandes Estados miembros de la zona del euro más expuestos al comercio, propiciada por la mayor incertidumbre que envuelve al entorno de la política comercial[5]. Las expectativas de inflación han disminuido considerablemente, lo que ha dado lugar a la adopción de medidas por parte de las autoridades monetarias en el segundo semestre de 2019 para contrarrestar la incipiente ralentización de la producción y los precios. Los rendimientos de las obligaciones se sitúan a la baja, especialmente con respecto a los plazos de vencimiento más largos. A pesar de la reciente disminución de la inflación global y del aumento de la productividad, los salarios han experimentado un ligero incremento desde 2018, en un contexto de mercados de trabajo más contraídos.

Los desequilibrios macroeconómicos existentes se han ido corrigiendo gradualmente en un contexto de condiciones económicas favorables. Tras el proceso generalizado de desapalancamiento posterior a la crisis, se han corregido algunos desequilibrios de «flujo», así como tendencias insostenibles (en particular, grandes déficits por cuenta corriente, un crecimiento excesivo del crédito que alimenta el aumento del precio de la vivienda, y elevados costes laborales unitarios que suponen pérdidas de competitividad de costes). La corrección de las vulnerabilidades derivadas de los desequilibrios de «stocks» (nivel elevado de endeudamiento privado y público y de deuda exterior) comenzó más tarde y ha avanzado más lentamente; las ratios deuda/PIB emprendieron una trayectoria descendente más clara gracias a la expansión económica y la vuelta al aumento de los precios de los últimos años. Al mismo tiempo, la aceleración de la actividad económica ha ido acompañada recientemente de un fuerte aumento de los costes laborales unitarios y de los precios de la vivienda en varios Estados miembros.

Las perspectivas cambiantes pueden implicar un ajuste más lento de los desequilibrios existentes o la materialización de nuevos riesgos, en un contexto en el que se está reduciendo el margen para hacer frente a perturbaciones. Los riesgos a la baja de las perspectivas económicas se derivan ante todo de las tensiones comerciales y la interrupción de las cadenas de valor mundiales, una ralentización

[4] En el informe de 22 de junio de 2015 «Realizar la Unión Económica y Monetaria europea», de Jean-Claude Juncker, Donald Tusk, Jeroen Dijsselbloem, Mario Draghi y Martin Schulz, se propuso prestar más atención a la dimensión «zona del euro» de los desequilibrios. El papel de las interdependencias y las implicaciones sistémicas de los desequilibrios se reconoce en el Reglamento (UE) n.º 1176/2011, que define los desequilibrios con referencia a «una evolución macroeconómica que afecta o puede afectar negativamente al correcto funcionamiento de la economía de un Estado miembro, de la unión económica y monetaria o del conjunto de la Unión».

[5] El Índice de Incertidumbre del Comercio Mundial muestra un mayor aumento de la incertidumbre para los grandes países europeos y otras importantes zonas económicas. https://www.policyuncertainty.com/wui_quarterly.html

más fuerte de lo previsto en los mercados emergentes y la agravación de las tensiones geopolíticas[6]. Se espera que el crecimiento nominal se debilite, con el consiguiente entorno menos favorable para la reducción de la deuda. La considerable disminución de los tipos de interés reduce el coste de la deuda, pero también plantea problemas relacionados, entre otras cosas, con el debilitamiento de los incentivos al desapalancamiento, la posible asunción excesiva de riesgos inducida por la búsqueda de rendimiento, y la disminución de la rentabilidad de las entidades financieras en un contexto de curvas de rendimiento más planas[7]. El margen de que dispone la política monetaria para afrontar las perturbaciones de las políticas está disminuyendo, y la posibilidad de amortiguar las perturbaciones a través del ahorro público y privado varía considerablemente entre Estados miembros de la UE y se ve limitada por las elevadas ratios de deuda en un número considerable de Estados miembros.

El análisis horizontal presentado en el IMA conduce a una serie de conclusiones:

- **En 2018, los saldos de la balanza por cuenta corriente disminuyeron ligeramente en toda la UE, las posiciones de déficit continuaban siendo una excepción y seguía habiendo grandes superávits.** Salvo contadas excepciones, los países que habían tenido anteriormente grandes posiciones de déficit por cuenta corriente tienen actualmente balanzas por cuenta corriente en general equilibradas, mientras que algunos Estados miembros continúan teniendo grandes y persistentes superávits por encima de los niveles justificados por los principales indicadores económicos. La ralentización del comercio, la resiliencia de la demanda interna y el aumento de los precios del petróleo han sido, de forma generalizada, factores contrarios al equilibrio de la balanza por cuenta corriente.

- **Las posiciones de inversión internacional neta (PIIN) han acelerado su mejora, pero siguen existiendo grandes volúmenes de pasivos frente al exterior en varios Estados miembros.** Las posiciones prudentes de la balanza por cuenta corriente y el continuo crecimiento nominal en los últimos años han favorecido la reducción de la ratio entre los pasivos financieros exteriores y el PIB. Las PIIN de deudores netos han mejorado más rápidamente que con anterioridad, debido, entre otras cosas, a efectos de valoración positivos, si bien estos tal vez no duren. Las PIIN siguen siendo muy negativas en varios países de la UE, y existe el riesgo de que algunos de los últimos resultados de la balanza por cuenta corriente sean insuficientes para garantizar la mejora de estas posiciones externas a un ritmo adecuado. Al mismo tiempo, los grandes acreedores netos vienen registrando PIIN cada vez más positivas gracias a grandes superávits de la balanza por cuenta corriente.

- **Los costes laborales unitarios (CLU) han aumentado a un ritmo más elevado en muchos Estados miembros, debido tanto a la aceleración de los salarios como a la reducción del incremento de la productividad.** El aumento de los salarios se produce en toda la UE en un contexto de mercados de trabajo más contraídos. Asimismo, la aceleración de los CLU está cada vez más vinculada a una moderación del incremento de la productividad. En algunos casos, especialmente en los países de Europa Central y Oriental y en los Estados bálticos, el fuerte aumento de los CLU es la continuación de una tendencia iniciada hace algunos años y que está asociada al aumento de la demanda de mano de obra, combinado con la falta de cualificaciones y la formación de cuellos de botella en la oferta de mano de obra en economías con niveles salariales

[6] Véase también Fondo Monetario Internacional, «Perspectivas de la Economía Mundial», octubre de 2019; Comisión Europea (2019), «Previsiones Económicas Europeas, otoño de 2019», Documento institucional 115, noviembre de 2019.

[7] Véase también Banco de Pagos Internacionales, «Informe Económico Anual», junio de 2019; y Fondo Monetario Internacional, «Informe sobre la Estabilidad Financiera Mundial», abril de 2019.

inferiores a la media. En menor medida, en los países de la zona del euro se ha producido más recientemente un aumento gradual de los CLU. El aumento de los CLU ha sido mayor en los países acreedores netos que en los deudores netos, pero esta diferencia se está reduciendo, con lo que la evolución de la competitividad de costes es cada vez menos favorable a un reequilibrio más simétrico.

- **Los tipos de cambio efectivos reales (TCER) han aumentado.** Desde 2016, los TCER han ido en aumento en varios países en el contexto de la aceleración de los costes laborales unitarios y las apreciaciones nominales. En los años anteriores los costes y precios relativos en muchos Estados miembros de la UE se redujeron gracias a las disminuciones de los tipos de cambio nominales y a una débil inflación de costes y precios en comparación con los competidores. La reasignación sectorial de actividades no exportables a actividades exportables, experimentada en los países deudores netos durante varios años posteriores a la crisis, se está desacelerando, deteniendo o invirtiendo.

- **El proceso de desapalancamiento del sector privado se basa en gran medida en el aumento del PIB nominal, y el ritmo de desapalancamiento ha caído en el caso de la deuda de los hogares.** El ahorro neto del sector privado se ha reducido, y la disminución de las ratios deuda/PIB se debe cada vez más al aumento del PIB nominal. El ritmo de desapalancamiento se ha ralentizado, lo que refleja la disminución del ahorro y la ralentización del PIB. En especial, los hogares han aumentado su endeudamiento en un número creciente de Estados miembros. Si bien se ha producido desapalancamiento en la mayoría de los países con ratios de deuda elevadas, las ratios de deuda privada han aumentado en algunos países muy endeudados. La deuda pública ha seguido disminuyendo en la mayoría de los Estados miembros, pero en algunos países de alto nivel de deuda las disminuciones han sido inexistentes o limitadas. No obstante, los rendimientos de los bonos del Estado disminuyeron de forma notable en 2019, incluso para los deudores soberanos más endeudados.

- **Ha mejorado la resiliencia del sector bancario de la UE, pero sigue habiendo algunos problemas.** Las ratios de capitalización han dejado de aumentarpor encima de niveles superiores a los reglamentarios. La rentabilidad de los fondos propios también se ha estabilizado tras haber mejorado en los últimos años. Las ratios de préstamos no productivos (NPL) han disminuido considerablemente en los últimos años, y, actualmente, las reducciones sustanciales de los préstamos dudosos se limitan actualmente a los países con elevadas ratios de préstamos no productivos. No obstante, continúan existiendo retos en varios países de la UE, que siguen caracterizándose por una capitalización y una rentabilidad relativamente bajas, así como por elevadas ratios de préstamos no productivos. Las perspectivas cambiantes, caracterizadas por bajos tipos de interés durante un largo período de tiempo y el debilitamiento del crecimiento económico viene a sumarse a estos retos.

- **Los precios de la vivienda continuaron creciendo rápidamente en 2018, pero la dinámica de los precios se ha enfriado en los casos en que hay más señales de sobrevaloración.** Los precios de la vivienda siguieron aumentando en 2018, y en un número creciente de países estos precios se sitúan por encima de los máximos alcanzados desde mediados de los años 2000 y pueden estar sobrevalorados. Sin embargo, el mayor aumento de los precios de la vivienda se registró en varios países de la UE en los que hasta ahora apenas había habido señales de sobrevaloración de los precios de la vivienda. Por el contrario, en los países en los que la preocupación por la sobrevaloración ha sido más fuerte y la deuda de los hogares es alta, los precios a menudo se han ralentizado. En algunos países, el nuevo crédito hipotecario parece que va en aumento, lo que podría dar lugar a nuevas aceleraciones de los precios de la vivienda.

- **Los mercados de trabajo siguieron mejorando, y el desempleo ha disminuido en todos los Estados miembros de la UE.** El desempleo ha seguido disminuyendo en toda la UE, especialmente en el caso de los jóvenes y los desempleados de larga duración. En cierta medida, la contracción del mercado de trabajo se reflejó en un aumento de los salarios también en los países de la zona del euro. Sin embargo, desde la recuperación, el aumento de los salarios reales fue inferior al de la productividad laboral hasta 2017, dándose una situación contraria solo desde 2018. Si bien el incremento de las rentas del trabajo gracias al empleo y al aumento de los salarios ha contribuido a la expansión de la demanda interna, hay pocas señales de que los aumentos salariales se vayan a traducir en un aumento de los precios[8].

En el contexto económico actual, el reequilibrio en la zona del euro entre los déficits y los superávits por cuenta corriente es apremiante y sería beneficioso para todos los Estados miembros. Se prevé que el superávit de la balanza por cuenta corriente de la zona del euro disminuya gradualmente en un contexto de ralentización de la demanda de exportaciones, si bien se mantendrá próximo a su punto máximo y por encima de niveles coherentes con los principales indicadores económicos. El superávit de la zona del euro aumentó gracias a un buen comportamiento de las exportaciones y a los grandes procesos de desapalancamiento en varios sectores de la economía, también en países con escasas o nulas necesidades de desapalancamiento. La moderación más reciente refleja principalmente el debilitamiento del comercio mundial y un mayor déficit de la balanza de energía. En el contexto económico actual, hay sólidos argumentos a favor de avanzar en el reequilibrio en la zona del euro entre los déficits y los superávits por cuenta corriente, ayudar a superar la baja inflación y el entorno de bajos tipos de interés, y reducir la dependencia de la demanda exterior. En vista de estos elementos, es necesaria una combinación adecuada de políticas en todos los miembros de la zona del euro que tenga en cuenta las interdependencias y los efectos indirectos. Aunque los grandes déficits de la balanza por cuenta corriente de muchos países deudores netos se corrigieron en el pasado, las posiciones de su balanza por cuenta corriente se están debilitando, y los grandes volúmenes de deuda exterior y nacional requieren saldos de balanza por cuenta corriente prudentes y continuos y un ritmo adecuado de reducción de la deuda, al tiempo que se continúa con las reformas que refuerzan el potencial de aumento del PIB. En los países acreedores netos, las oportunidades para la financiación a tipos de interés bajos deberían aprovecharse para lograr un aumento continuo de la inversión pública y privada. El uso de la posición presupuestaria favorable para apoyar la inversión y otros gastos productivos en estos países también contribuiría a que las perspectivas de crecimiento fueran menos dependientes de la demanda exterior y apoyaría el reequilibrio en la zona del euro.

En general, las fuentes de posibles desequilibrios son en gran medida las mismas que las señaladas en el IMA de 2019, pero las perspectivas parecen empeorar en varios aspectos. Las posiciones de las reservas exteriores han mejorado a un ritmo más rápido dadas las condiciones económicas favorables, pero la continuidad de las mejoras se ve ensombrecida por el debilitamiento de los saldos de la balanza por cuenta corriente y un menor aumento del PIB nominal. Persisten amplios superávits de la balanza por cuenta corriente, mientras que la evolución de la competitividad es menos propicia al reequilibrio, y las apreciaciones efectivas reales efectivas están cada vez más extendidas. El desapalancamiento del sector privado se está llevando a cabo a un ritmo más lento, incluso en algunos casos en los que la deuda ya es elevada, y se ha basado cada vez más en el incremento del PIB nominal. El debilitamiento de las perspectivas de crecimiento nominal plantea la cuestión de si puede mantenerse el desapalancamiento en los países de alto nivel de deuda sin aumentar el ahorro privado o público ni

[8] Véase el cuadro 1 para una descripción general de las principales evoluciones recientes en materia social y laboral en la UE.

reforzar el potencial de aumento del PIB. Tras años de considerables mejoras, la situación del sector financiero se ha estabilizado, pero pueden surgir nuevos problemas relacionados con el entorno de bajos tipos de interés. El aumento de los precios de la vivienda sigue siendo elevado, lo que sitúa las valoraciones de las viviendas en niveles máximos en un número creciente de países de la UE. Se están produciendo desaceleraciones en mercados sobrevalorados, pero la reanudación del crédito hipotecario en algunos países puede hacer que el fuerte aumento de los precios de la vivienda sea autoinducido.

Las fuentes potenciales de desequilibrios se combinan de acuerdo con varias tipologías. Varios Estados miembros se ven afectados por las múltiples e interconectadas vulnerabilidades relacionadas con la deuda, que posiblemente reflejen en cierta medida las condiciones del sector financiero. En unos pocos Estados miembros, dichas vulnerabilidades están relacionadas principalmente con una deuda pública elevada y persistente, unida a una productividad y competitividad mediocres que afectan al potencial de crecimiento. Algunos países se caracterizan por superávits por cuenta corriente amplios y persistentes. En el caso de determinados Estados miembros, hay preocupación por la evolución de la competitividad de costes, posiblemente acompañada de un deterioro de las posiciones de la balanza exterior. Por último, en unos pocos miembros los principales retos tienen que ver con las tendencias de los precios de la vivienda, unidas, en algunos casos, a la elevada deuda de los hogares.

Los próximos retos requieren adoptar una orientación prospectiva de la supervisión del PDM. A la luz de la corrección de la mayoría de los desequilibrios de flujo y de la reducción gradual de los desequilibrios de stock, la supervisión del PDM se está centrando gradualmente más en el seguimiento de las tendencias posiblemente insostenibles que podrían materializarse a medio plazo. Al mismo tiempo, la cambiante situación económica, incluidos los riesgos que emanan principalmente del entorno económico exterior de la zona del euro y de la UE, hacen importante evaluar también los desequilibrios de la zona del euro y las perspectivas de la UE.

En el caso de varios Estados miembros que se indican en el IMA, los exámenes exhaustivos contendrán análisis más pormenorizados y amplios. Al igual que en los últimos ciclos anuales, estos exámenes se incluirán en los informes por país. Para preparar los exámenes, la Comisión basará su análisis en un amplio conjunto de datos e informaciones pertinentes y en los marcos de evaluación que ha elaborado en colaboración con los comités y grupos de trabajo del Consejo. El análisis contenido en los exámenes exhaustivos proporcionará la base para la detección de desequilibrios o desequilibrios excesivos en los Estados miembros y para las posibles actualizaciones de las recomendaciones específicas por país que se les dirijan[9]. Los países en los que se han detectado desequilibrios o desequilibrios excesivos están, y seguirán estando, sometidos a un seguimiento específico para garantizar la supervisión continua de las medidas adoptadas en el marco del PDM.

Se prepararán exámenes exhaustivos para los Estados miembros en los que ya se han detectado desequilibrios o desequilibrios excesivos. En consonancia con la práctica prudencial establecida, se elaborarán exámenes exhaustivos para evaluar si los desequilibrios existentes se están corrigiendo, persisten o se agravan, haciendo balance al mismo tiempo de las medidas correctoras aplicadas. Así pues, se prevé preparar exámenes exhaustivos para los trece Estados miembros en los que se detectaron desequilibrios o desequilibrios excesivos a la luz de las conclusiones de los exámenes exhaustivos de febrero de 2019[10]. Actualmente se considera que hay diez Estados miembros con desequilibrios

[9] Artículo 6 del Reglamento (UE) n.º 1176/2011.

[10] Véase «Semestre Europeo 2019: Evaluación de los avances en lo que respecta a las reformas estructurales y la prevención y la corrección de los desequilibrios macroeconómicos, y resultados de los exámenes exhaustivos conforme al Reglamento (UE) n.º 1176/2011» [COM(2019) 150 final, de 27.2.2019].

(**Bulgaria, Croacia, Francia, Alemania, Irlanda, Países Bajos, Portugal, Rumanía, España**, y **Suecia**); por otra parte, se considera que **Chipre, Grecia**, e **Italia** tienen desequilibrios excesivos.

Basándose en el análisis realizado en el presente IMA, la Comisión no considera necesario elaborar exámenes exhaustivos para otros Estados miembros. La evaluación del IMA no indica riesgos adicionales significativos que justifiquen un nuevo examen exhaustivo para ninguno de los Estados miembros para los que no se haya considerado en el último ciclo anual de ejecución del PDM que tenían desequilibrios o desequilibrios excesivos. Sin embargo, el presente IMA subraya que es necesario **seguir de cerca en los próximos informes por país** determinadas evoluciones que podrían implicar riesgos macroeconómicos si se prolongan. Esos elementos son los costes laborales unitarios y sus implicaciones para la competitividad exterior en varios Estados miembros (Chequia, Estonia, Hungría, Letonia, Lituania y Eslovaquia), así como los mercados de la vivienda y la deuda de los hogares (en Austria, Bélgica, Chequia, Dinamarca, Finlandia, Hungría, Luxemburgo, Eslovaquia, Eslovenia y el Reino Unido)[11].

2. LA DIMENSIÓN «ZONA DEL EURO» DE LOS DESEQUILIBRIOS MACROECONÓMICOS

La balanza por cuenta corriente de la zona del euro ha alcanzado su nivel máximo, pero sigue estando a niveles muy elevados. La balanza por cuenta corriente de la zona del euro pasó de tener una posición fundamentalmente equilibrada antes de la crisis a alcanzar un máximo del 3,2 % del PIB en 2016. Desde entonces, su valor se ha reducido muy ligeramente, siendo del 3,1 % del PIB en 2018 (gráfico 1)[12]. El superávit por cuenta corriente de la zona del euro sigue siendo el mayor del mundo, y se estima que está por encima del nivel que cabría esperar sobre la base de los principales indicadores económicos (aproximadamente el 1,7 % del PIB de la zona del euro en 2018)[13]. Esta situación refleja principalmente los amplios superávits de Alemania y los Países Bajos, cuyos saldos exteriores combinados representaron el 2,8 % del PIB de la zona del euro en 2018. Según las previsiones del otoño de 2019 de la Comisión Europea, y en el supuesto de que las políticas no varíen, se espera que el superávit de la balanza por cuenta corriente ajustado de la zona del euro disminuya en 2019, situándose en el 2,7 % del PIB, y que siga disminuyendo hasta el 2,5 % del PIB en 2020.

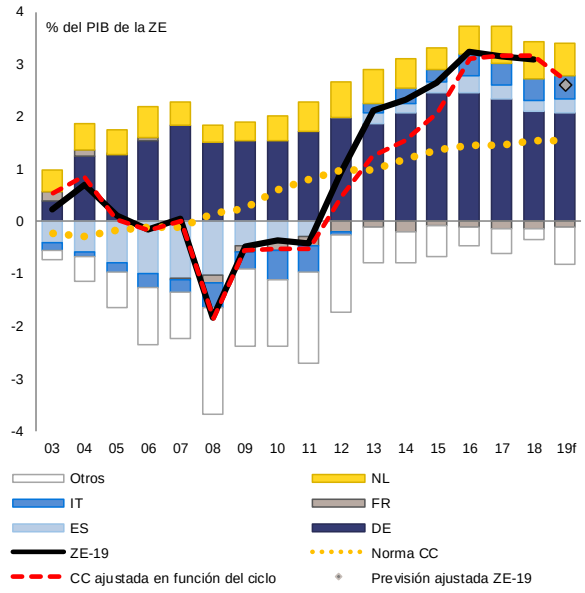
[11] En septiembre de 2019, la Junta Europea de Riesgo Sistémico (JERS) emitió avisos y recomendaciones específicos por país sobre vulnerabilidades a medio plazo en el sector inmobiliario residencial para nueve Estados miembros de la UE: recomendaciones a Bélgica, Dinamarca, Finlandia, Luxemburgo, Países Bajos y Suecia, y avisos a Chequia, Francia y Alemania. Todos los países del primer grupo ya habían recibido avisos de la JERS en noviembre de 2016, y lo mismo ocurrió con Austria y el Reino Unido. El Reglamento sobre el PDM [Reglamento (UE) n.º 1176/2011] insta a la Comisión a que tenga en cuenta los avisos o recomendaciones dirigidos por la JERS a los Estados miembros sometidos a un examen exhaustivo.

[12] Las cifras correspondientes a la balanza por cuenta corriente de la zona del euro mencionadas y utilizadas aquí hacen referencia a la balanza por cuenta corriente «ajustada» de la zona del euro comunicada respecto al resto del mundo (a partir de las estadísticas de la balanza de pagos de la zona del euro), que señala un saldo de la balanza por cuenta corriente agregado de la zona del euro del 3,1 % del PIB en 2018 y es coherente con el informe de los Estados miembros sobre las cuentas corrientes (con arreglo al denominado «concepto comunitario»). No obstante, los saldos globales de las balanzas por cuenta corriente de los Estados miembros suman el 4 % del PIB de la zona del euro (cifras de la balanza de pagos) y el 3,8 % del PIB (estadísticas de la contabilidad nacional), debido a las asimetrías de los saldos de la zona del euro comunicados por los distintos institutos nacionales de estadística. Tanto las cifras para la zona del euro comunicadas sobre la base de la balanza de pagos como las comunicadas sobre la base de las estadísticas de la contabilidad nacional se revisaron en octubre de 2019, lo que apenas afectó a las cifras para 2018, pero supuso una revisión general a la baja del saldo de la balanza por cuenta corriente de la zona del euro para el período 2009-2015.

[13] El FMI («External Sector Report 2019») también sugiere que la «norma» de la balanza por cuenta corriente de la zona del euro se sitúa en torno al 1,6 % del PIB.

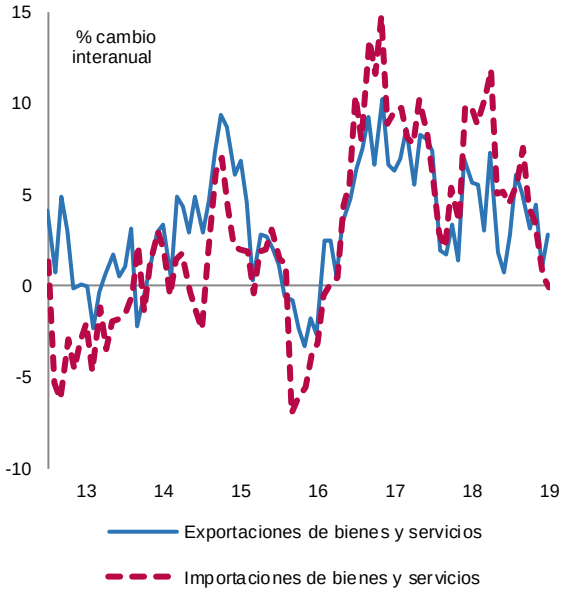
La reducción en curso del superávit de la zona del euro se debe principalmente al debilitamiento de la balanza comercial. El saldo energético es el principal factor que contribuyó a la reducción de la balanza por cuenta corriente entre 2016 y 2018, como consecuencia de la subida de los precios del petróleo. El saldo energético registró un déficit del -1,7 % del PIB en 2017, que se amplió al -2,1 % del PIB en 2018, mientras que el saldo del comercio de mercancías restante se mantuvo prácticamente estable, en porcentaje del PIB, en un 4,6 %. Desde mediados de 2018, la ralentización del crecimiento y del comercio a nivel mundial, la mayor incertidumbre persistente sobre el entorno de la política comercial, y la apreciación del euro en términos efectivos en 2018 han llevado a la disminución de la tasa de aumento tanto de las importaciones como de las exportaciones de la zona del euro. Según los datos mensuales, durante 2019 continúa la disminución de las exportaciones e importaciones de bienes de la zona del euro con el resto del mundo (gráfico 2). Varios factores podrían contribuir a un mayor deterioro de la balanza por cuenta corriente de la zona del euro: cabe señalar un relativo debilitamiento de las condiciones cíclicas en otras zonas de la economía mundial, la realización de los efectos de las políticas comerciales restrictivas, o la subida de los precios del petróleo resultante de las tensiones geopolíticas.

Gráfico 1: Evolución de la balanza por cuenta corriente de la zona del euro: desglose por países



Fuente: Balanza de pagos de Eurostat, previsiones económicas del otoño de 2019 de la Comisión Europea.

Gráfico 2: Evolución del comercio de la zona del euro con el resto del mundo

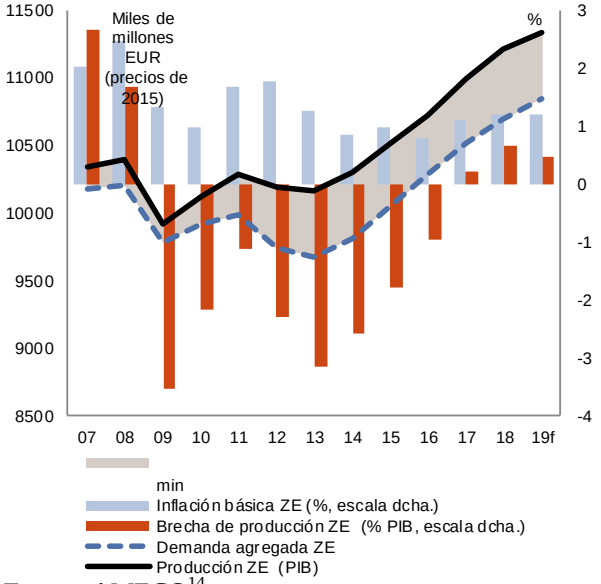


Fuente: Estadísticas sobre comercio exterior de Eurostat.
Nota: Datos ajustados estacionalmente, precios corrientes.

Los factores en los que se basa la reciente leve reducción del superávit de la balanza por cuenta corriente de la zona del euro difieren de los que explican su aumento anterior. La posición de la balanza por cuenta corriente de la zona del euro pasó a ser excedentaria tras la crisis financiera de 2008, debido a la brusca corrección de los grandes déficits tras la reversión de los flujos financieros transfronterizos, y siguió aumentando con la ampliación de la crisis de la deuda a España e Italia, lo que dio lugar a una contracción de la demanda interna de estos países. Al mismo tiempo, también se produjo un aumento gradual del elevado superávit de la balanza por cuenta corriente de Alemania, en un contexto de aumento de la demanda interna más lento que el aumento de la producción, así como el

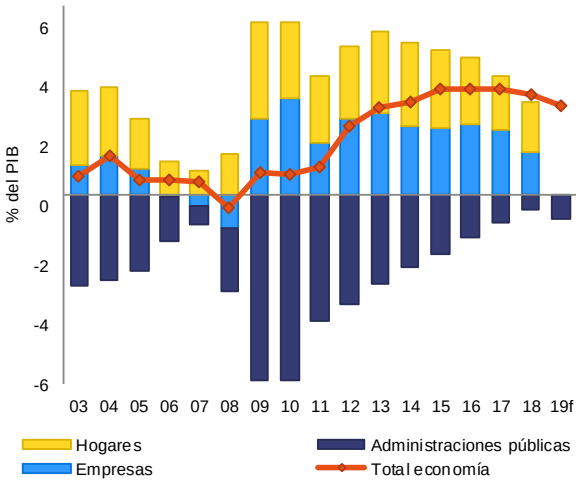
desapalancamiento en todos los sectores de la economía. En general, el aumento del superávit de la zona del euro entre la crisis financiera y el año 2016 reflejó principalmente un proceso de desapalancamiento generalizado del sector privado, al que se sumó el sector público tras la agravación de la crisis de deuda en 2011. La disminución del superávit de la zona del euro desde 2017 se debe principalmente a la reducción del superávit en Alemania y, en menor medida, en Italia y España, que, en comparación, son grandes exportadores manufactureros y dependen de la importación de energía de hidrocarburos. La reciente dinámica de la balanza por cuenta corriente de la zona del euro no parece estar vinculada a un gran proceso de reapalancamiento, sino más bien a la disminución de las exportaciones netas, como consecuencia de la ralentización del comercio mundial y de una factura energética más elevada. La reducción del superávit de la zona del euro entre 2017 y 2018 se refleja principalmente en una posición de financiación neta de las sociedades no financieras que disminuye y que había registrado valores positivos desde 2013. La moderación reciente del ahorro neto de las empresas se ha visto compensada por la mejora de la posición de endeudamiento neto del sector público durante el mismo período (gráfico 4).

Gráfico 3: Producción, demanda interna, exportaciones netas e inflación básica de la zona del euro



Fuente: AMECO[14].

Gráfico 4: Capacidad o necesidad de financiación de la zona del euro por sectores



Fuente: Eurostat.

El entorno de baja inflación y bajos tipos de interés plantea una serie de desafíos. Las autoridades monetarias, tanto en la zona del euro como en otras importantes regiones del mundo, han tomado medidas para contrarrestar la incipiente ralentización de la producción y el cambio a la baja de las expectativas de inflación en 2019, invirtiendo así la senda previamente comunicada hacia unas condiciones más estrictas. Los rendimientos de las obligaciones han pasado a niveles negativos, habiendo disminuido sobre todo en el largo plazo de las curvas de rendimiento y habiéndose reducido los diferenciales de tipos de interés en los bonos de mayor riesgo. La inflación básica sigue estando por debajo del objetivo de las autoridades monetarias; se calcula que la brecha de producción de la zona del euro está disminuyendo gradualmente después de haber pasado a un resultado positivo en 2017 tras un período prolongado de atonía de la demanda y de brechas de producción negativas (gráfico 3). De cara al futuro, a pesar de que el crecimiento nominal reducido hace que el desapalancamiento sea menos fácil, el entorno de bajos tipos de interés reduciría el coste de la deuda. Sin embargo, los tipos de interés a largo plazo en niveles históricamente muy bajos también plantean una serie de retos potenciales: incentivos para eludir las restricciones reglamentarias y buscar el rendimiento en inversiones arriesgadas; subestimación del riesgo de crédito y menores incentivos para reducir la elevada deuda inducidos por la compresión de los diferenciales; y reducción de la rentabilidad de las entidades financieras reguladas, especialmente de los sectores bancario y de los seguros, dado el allanamiento de las curvas de rendimiento[15].

El reequilibrio dentro de la zona del euro sigue siendo incompleto, y la evolución de la competitividad se está haciendo menos favorable al reequilibrio dentro de la zona del euro. Aunque se ha corregido la mayoría de los grandes déficits por cuenta corriente, persisten grandes superávits en una serie de países de la zona del euro. Los países con un pasado de grandes déficits siguen caracterizándose por PIIN muy negativas, acompañadas, por regla general, por grandes

[14] Téngase en cuenta que, si bien, por definición, la diferencia entre el PIB y la demanda interna debe igualar la balanza comercial, los datos no están plenamente alineados debido a las discrepancias en materia de notificación dentro de la zona del euro (véase la nota a pie de página **Error! Bookmark not defined.**).
[15] Por ejemplo, BCE, «Revisión de la Estabilidad Financiera, mayo de 2018», mayo de 2019.

volúmenes de deuda privada o pública, que representan vulnerabilidades. Tras la crisis financiera, un proceso de ajuste de los costes y precios relativos contribuyó al reequilibrio. Los costes laborales unitarios han aumentado a un ritmo más rápido en los países acreedores netos que en los países deudores netos, invirtiendo así la tendencia anterior a la crisis financiera. Esta tendencia se mantiene, pero con diferencias que parecen menos marcadas entre los grupos de países pertinentes (gráfico 5)[16]. La contracción de los mercados de trabajo también en los países deudores netos implica una aceleración del aumento de los salarios, junto con una competitividad de costes todavía más reducida por un menor aumento de la productividad, así como una ralentización o disminución de las ratios capital/trabajo. Los niveles de competitividad, medidos por los deflactores del PIB expresados en paridades de poder adquisitivo con respecto a los de los competidores (gráfico 6) muestran una relación laxa con los saldos exteriores y las necesidades de reequilibrio[17]. La cuota de los bienes exportables en el valor añadido total ha igualado el ajuste de los precios relativos: ha ido aumentando después de la crisis en países que tenían déficits elevados, pero este proceso se está desacelerando o invirtiendo[18].

En el contexto económico actual, el reequilibrio en la zona del euro tanto de los déficits como de los superávits por cuenta corriente es apremiante y sería beneficioso para todos los Estados miembros. En los países deudores netos, la reducción de los grandes volúmenes de deuda externa e interna obliga a mantener saldos por cuenta corriente prudentes y a garantizar un ritmo adecuado de reducción de la deuda, sin menoscabar el objetivo de incrementar el potencial de crecimiento. Es necesario mejorar las perspectivas de productividad, especialmente a través de inversiones específicas y reformas que respalden la productividad total de los factores en el conjunto de la zona del euro, y especialmente en los países deudores netos, ya que esto es clave tanto para la sostenibilidad de los volúmenes de deuda como para hacer que la evolución de la competitividad relativa sea más favorable al reequilibrio. En cambio, en los países acreedores netos un mayor aumento de la inversión pública y privada reforzaría el crecimiento potencial, haría que las perspectivas de crecimiento en estos países dependieran menos de la demanda externa y apoyarían la demanda interna, con lo que se contribuiría al reequilibrio de la zona del euro. En el contexto económico actual, los impulsos presupuestarios en los países con grandes superávits y una posición presupuestaria favorable también ayudarían a superar la baja inflación y el entorno de bajos tipos de interés y apoyarían el crecimiento nominal, favoreciendo así el desapalancamiento y el reequilibrio de las posiciones deudoras netas.

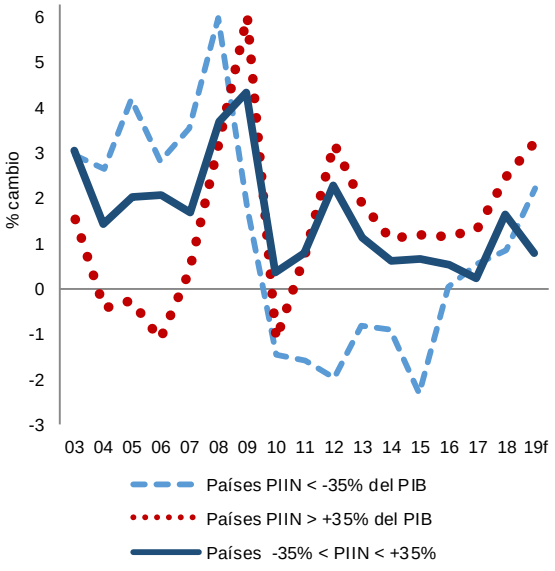
Gráfico 5: Aumento de los costes laborales unitarios en la zona del euro

Gráfico 6: Niveles de tipos de cambio efectivos reales, basados en deflactores del PIB

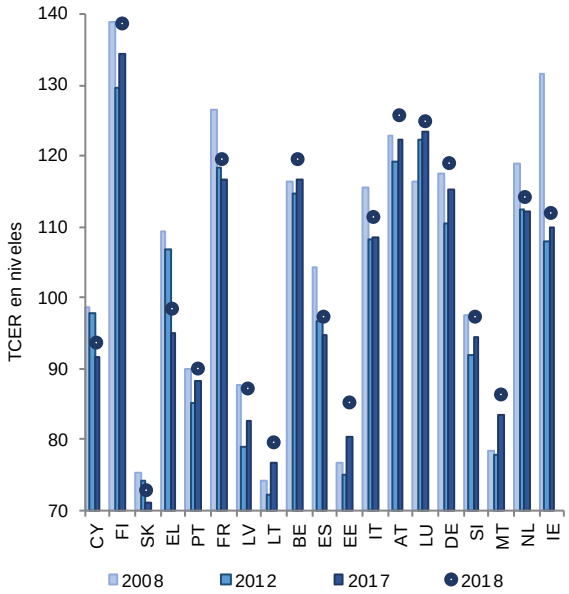
[16] En 2019, el crédito fiscal francés para el empleo y la competitividad («CICE») fue sustituido por un recorte permanente de las cotizaciones patronales a la seguridad social en el primer trimestre, lo que supone una caída considerable de los costes laborales franceses observada en el cambio de los costes laborales unitarios para el grupo de países con una PIIN intermedia en el gráfico 5.

[17] En el gráfico 6 los países se ordenan según la balanza por cuenta corriente.

[18] Los datos se basan en la proporción de la agricultura, la industria manufacturera y el comercio, y los servicios de transporte y comunicaciones en el valor añadido total. El indicador no tiene en cuenta que los servicios son cada vez más exportables y representan una parte cada vez mayor del valor añadido total.



Fuente: AMECO.
Nota: Los países con PIIN > +35 % del PIB son DE, LU, NL, BE y MT. Los países con PIIN entre el 35 % y el -35 % del PIB son FI, EE, IT, LT, FR, SI y AT. Los países restantes tienen una PIIN < -35 % del PIB. La división de los países se basa en valores medios de la PIIN en el período 2016-2018. Los países acreedores netos registraron un superávit por cuenta corriente medio durante el mismo período. Las cifras se refieren a las medias ponderadas en función del PIB para los tres grupos de países.



Fuente: Cálculos de los servicios de la Comisión basados en datos de Eurostat y del FMI.
Nota: El TCER en niveles se calcula sobre la base de la ratio entre el deflactor del PIB y el de los competidores, expresado en paridades de poder adquisitivo (y partiendo de la hipótesis Estados Unidos = 100). Las ponderaciones por país son las mismas que las utilizadas para calcular índices TCER (grupo de 42 competidores).

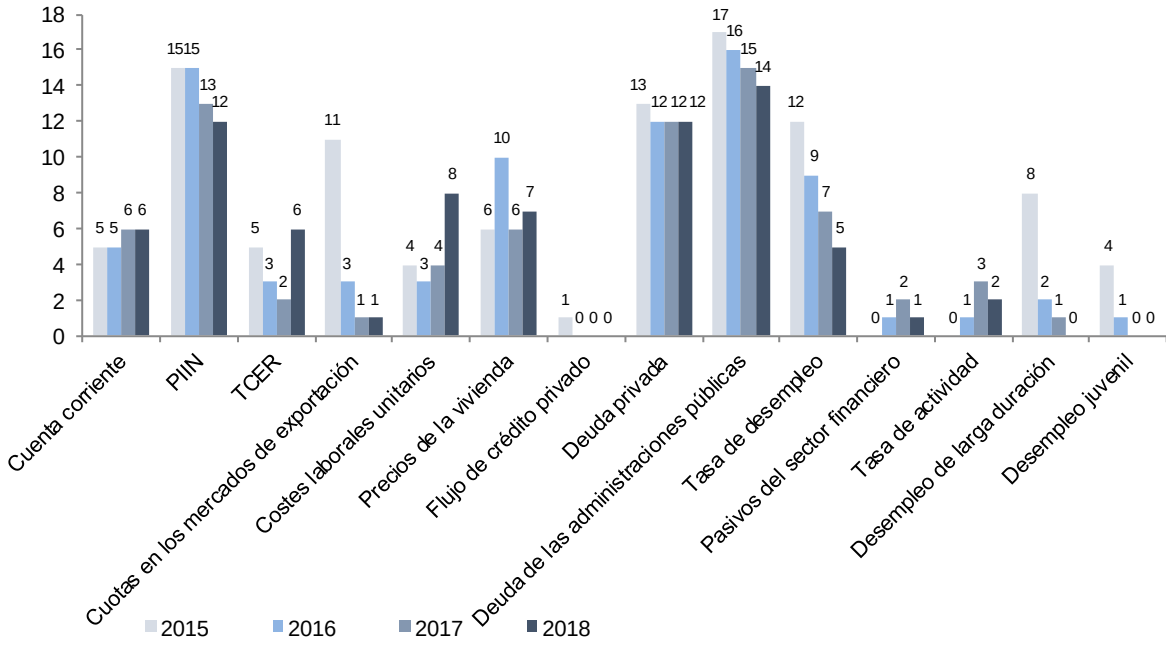
3. DESEQUILIBRIOS, RIESGOS Y AJUSTE: PRINCIPALES NOVEDADES EN LOS DISTINTOS PAÍSES

El IMA se basa en una lectura económica del cuadro de indicadores del PDM, que proporciona un filtro para detectar indicios razonables de posibles riesgos y vulnerabilidades. El cuadro de indicadores consta de 14 indicadores con umbrales indicativos en los siguientes ámbitos: posiciones exteriores, competitividad, deuda privada, mercados de la vivienda, sector bancario y empleo. Se basa en datos reales de buena calidad estadística para garantizar la estabilidad de los datos y la coherencia entre países. Por ello, el cuadro de indicadores utilizado en el presente Informe se basa en datos hasta 2018. De conformidad con el Reglamento PDM [Reglamento (UE) n.º 1176/2011], los valores del cuadro de indicadores no son de lectura mecánica en las evaluaciones incluidas en el IMA, sino que son objeto de una lectura económica que permite una mejor comprensión del contexto económico global y que tiene en cuenta las características específicas de cada país[19]. Un conjunto de indicadores auxiliares complementa la lectura del cuadro de indicadores. En la evaluación del IMA, se tienen asimismo en cuenta datos e informaciones adicionales más recientes, apreciaciones de los marcos de evaluación y conclusiones de los exámenes exhaustivos y los análisis pertinentes ya realizados, así como las previsiones del otoño de 2019 de los servicios de la Comisión.

[19] En relación con la lógica subyacente a la elaboración del cuadro de indicadores del IMA y su lectura, véase Comisión Europea (2016) «The Macroeconomic Imbalance Procedure. Rationale, Process, Application: an Overview», Economía Europea, Documento institucional 039, noviembre de 2016.

Los datos apuntan a la aparición de posibles problemas relacionados con la competitividad de costes y la dinámica de los precios de la vivienda, además de unos niveles de deuda elevados y persistentes cuyo ajuste no es sino gradual. Siguen siendo frecuentes los valores por encima del umbral del cuadro de indicadores del IMA en el caso de la deuda pública, la posición de inversión internacional neta y la deuda privada (gráfico 7)[20]. Sin embargo, la expansión económica y la mejora de las posiciones de la balanza por cuenta corriente y del equilibrio presupuestario han contribuido a reducir los pasivos exteriores netos y la deuda pública en porcentaje del PIB, lo que implica una reducción del número de Estados miembros que superan los umbrales del cuadro de indicadores correspondientes. Por el contrario, el número de casos que superan el umbral no varía en el caso de la deuda privada, dado que la reducción de las posiciones de ahorro neto anula los efectos del crecimiento en las ratios deuda/PIB. La expansión económica en algunos países también se traduce en un rápido aumento de los costes laborales y de los precios de la vivienda. El número de Estados miembros con un aumento de los costes laborales unitarios por encima del umbral se ha más que duplicado, en comparación con la edición anterior del cuadro de indicadores, y un mayor número de países supera los umbrales del tipo de cambio efectivo real debido a las apreciaciones. El dinamismo de los precios de la vivienda de los últimos años se refleja en el incremento marginal del número de países que han superado recientemente el umbral pertinente. Los casos de saldos de la balanza por cuenta corriente por encima de los umbrales siguen reflejando ante todo los superávits. La continuación de una expansión económica creadora de empleo se refleja en un número menor de países de la UE con un alto nivel de desempleo y en una menor preocupación por el desempleo juvenil y de larga duración y las tasas de actividad.

Gráfico 7: Número de países con variables del cuadro de indicadores por encima del umbral



Fuente: Eurostat.

Nota: El número de países con valores de los indicadores superiores a los umbrales indicativos se basa en el cuadro de indicadores publicado con el IMA anual respectivo. Las posibles revisiones de los datos *a posteriori*

[20] En el cuadro 1.1 del anexo figuran en detalle los indicadores del cuadro de indicadores, junto con los respectivos umbrales indicativos; los indicadores auxiliares figuran en el cuadro 2.1. Tal como se explica en la nota del gráfico 9, la lectura de la evolución de los datos del cuadro de indicadores se basa en los datos disponibles en el momento de redactar cada IMA. La fecha límite de los datos para el presente IMA fue el 25 de octubre de 2019.

pueden implicar una diferencia entre el número de valores por encima del umbral con arreglo a las cifras más recientes disponibles para las variables del cuadro de indicadores y el número que figura en el gráfico anterior.

Las posiciones de la balanza por cuenta corriente en la mayoría de los Estados miembros de la UE disminuyeron ligeramente en 2018. La ralentización del comercio, la resiliencia de la demanda interna y el aumento de los precios del petróleo han sido factores contrarios al equilibrio de la balanza por cuenta corriente de la mayoría de los Estados miembros. En la mayoría de los casos, los saldos de la balanza por cuenta corriente se mantienen por encima de los niveles que cabría esperar sobre la base de los principales indicadores económicos específicos de cada país («normas de la balanza por cuenta corriente») y por encima de lo necesario para corregir grandes posiciones de deuda externa (gráfico 8)[21]. Si bien el deterioro de la balanza por cuenta corriente que tuvo lugar entre 2017 y 2018 suele ir más allá de lo que se deriva únicamente de factores cíclicos (gráfico 9), las balanzas por cuenta corriente ajustadas en función del ciclo indican, en general, que las posiciones exteriores son más sólidas que las cifras principales, ya que las brechas de producción son positivas en casi todas partes[22].

- **Solo dos Estados miembros registran déficits por cuenta corriente que superan el umbral inferior del cuadro de indicadores del PDM.** Chipre registra el mayor déficit de la balanza por cuenta corriente de la UE con arreglo a los datos medios del cuadro de indicadores durante un período de tres años; dicho déficit mejoró en 2018, si bien no al nivel que garantizaría la mejora de la PIIN a un ritmo adecuado[23]. El déficit por cuenta corriente del Reino Unido también supera el umbral del cuadro de indicadores. Por su parte, Rumanía registró en 2018 un amplio déficit de la balanza por cuenta corriente del -4,6 % del PIB, lo que representa un marcado deterioro respecto a años anteriores; ese déficit está por debajo de la norma, y una buena parte del deterioro no está justificada por el ciclo económico.
- **Los saldos de las balanzas por cuenta corriente disminuyeron en varios grandes países deudores netos.** Los resultados de la balanza por cuenta corriente se redujeron en Grecia, Portugal y España en 2018. El déficit de la balanza por cuenta corriente de Grecia es mayor de lo que cabría esperar conforme a los principales indicadores económicos y resulta insuficiente para corregir la PIIN, que es muy negativa, y situarla en niveles prudentes con una perspectiva temporal de diez años[24]. En Portugal, los datos más recientes están por debajo del nivel que garantizaría una

[21] Las balanzas por cuenta corriente correspondientes a los principales indicadores económicos («normas de la balanza por cuenta corriente») se obtienen a partir de regresiones reducidas que integran los principales determinantes del equilibrio ahorro-inversión, incluidos los determinantes fundamentales, los factores políticos y las condiciones financieras mundiales. Véase L. Coutinho et al. (2018), «Methodologies for the assessment of current account benchmarks», European Economy, Discussion Paper 86, 2018, para una descripción del método de cálculo de la balanza por cuenta corriente basado en los principales indicadores económicos utilizado en el presente IMA. La metodología es similar a la seguida por S. Phillips et al. (2013), «The External Balance Assessment (EBA) Methodology», documento de trabajo del FMI, 13/272.

[22] Los saldos de la balanza por cuenta corriente ajustados en función del ciclo tienen en cuenta el impacto del ciclo mediante ajustes para tener en cuenta la brecha de producción del país y la de sus socios comerciales, véase M. Salto y A. Turrini (2010), «Comparing alternative methodologies for real exchange rate assessment», European Economy, Discussion Paper 427/2010.

[23] Los datos de la balanza por cuenta corriente de Chipre se han revisado desde el IMA del año pasado y ahora muestran un déficit por cuenta corriente dentro del umbral inferior en los tres años anteriores a 2017, lo que no sucedió el año pasado.

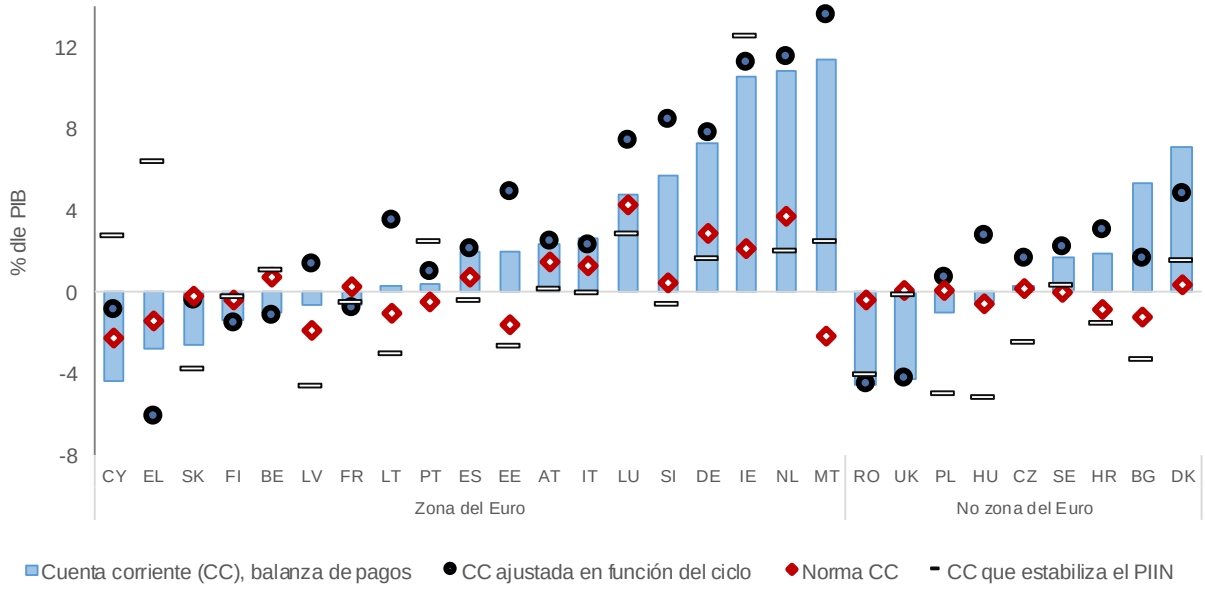
[24] Para los umbrales prudenciales de la PIIN específicos de cada país, véase la nota **Error! Bookmark not defined.**. La diferencia entre los saldos reales de la balanza por cuenta corriente y los necesarios para estabilizar la PIIN depende del período de tiempo considerado. Por ejemplo, la balanza por cuenta corriente necesaria para estabilizar la PIIN de Grecia por encima del -35 % del umbral del cuadro de indicadores del PIB con una perspectiva de veinte años debería tener un superávit cercano al 1 % del PIB; Véase Comisión Europea (2019),

corrección de la PIIN negativa a un ritmo adecuado. Por el contrario, la evolución de la balanza por cuenta corriente en España sigue siendo coherente con la mejora de la PIIN a un ritmo adecuado. La balanza por cuenta corriente de Irlanda mejoró considerablemente en 2018, lo que refleja en gran medida las operaciones transfronterizas de las empresas multinacionales.

- **Cuatro países de la UE siguieron registrando superávits por cuenta corriente que superaban el umbral superior del cuadro de indicadores del PDM**. Es el caso de Dinamarca, Alemania y los Países Bajos desde principios de esta década, y más recientemente, de Malta. En 2018, los superávits disminuyeron en Alemania en 0,7 puntos porcentuales del PIB y marginalmente menos en Dinamarca, mientras que en Malta y los Países Bajos se mantuvieron prácticamente sin cambios. La evolución del superávit en los Países Bajos y en Malta estuvo condicionada también por las operaciones transfronterizas vinculadas a las actividades de las empresas multinacionales y de los sectores de servicios de orientación internacional, que afectan tanto a la balanza comercial como a la balanza de rentas.

- **Los grandes superávits siguen contribuyendo a grandes PIIN positivas.** Excepto en el caso de Malta, los superávits de la balanza por cuenta corriente por encima del umbral del cuadro de indicadores también están por encima de los niveles justificados por los principales indicadores económicos (gráfico 8). En todos los casos, los superávits superiores al umbral del cuadro de indicadores también están por encima de los niveles que permitirían una estabilización de la ya amplia PIIN en el nivel actual con una perspectiva temporal de diez años.

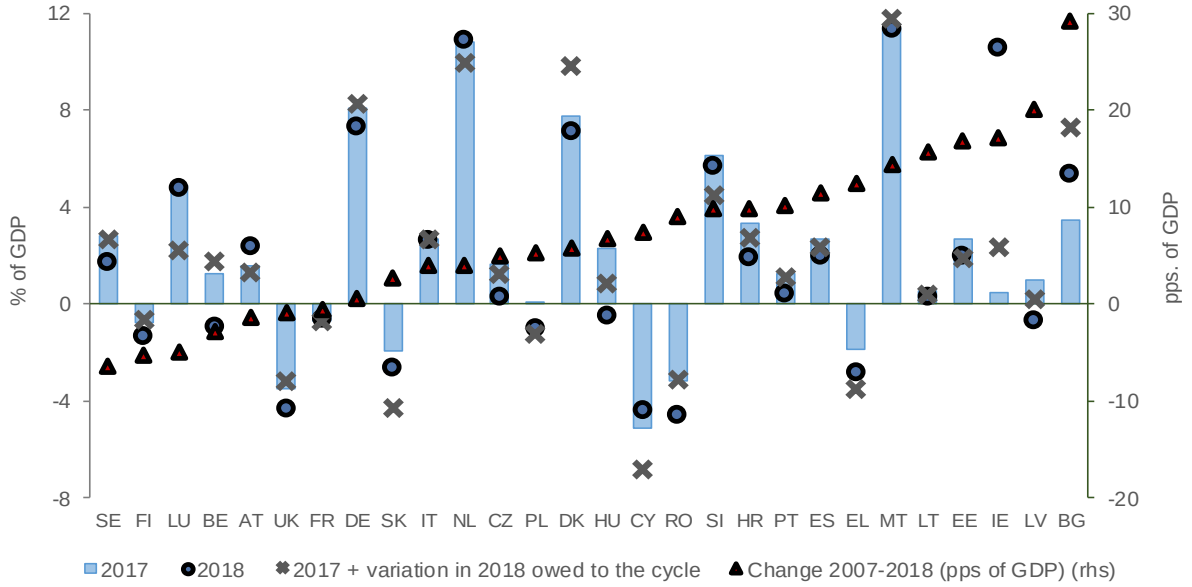
Gráfico 8: Saldos y niveles de referencia de la balanza por cuenta corriente en 2018



Fuente: Eurostat (datos MBP6) y cálculos de los servicios de la Comisión.
Nota: Los países se clasifican por orden de la balanza por cuenta corriente en 2018. *Saldos de la balanza por cuenta corriente ajustados en función del ciclo*: véase la nota 22. *Normas de la balanza por cuenta corriente*: véase la nota 21. El nivel de referencia de la balanza por cuenta corriente que estabiliza la PIIN se define como el saldo por cuenta corriente necesario para estabilizar la PIIN en el nivel actual durante los próximos diez años o, si la PIIN actual se sitúa por debajo del umbral prudencial específico de cada país, el saldo por cuenta corriente necesario para alcanzar ese umbral prudencial de la PIIN durante los próximos diez años (véase la nota a pie de página 26).

«Enhanced Surveillance Report: Greece, November 2019», Economía Europea, Documento institucional 116, julio de 2019.

Gráfico 9: Evolución de las balanzas por cuenta corriente



Fuente: Eurostat y cálculos de los servicios de la Comisión.
Nota: Los países aparecen en orden creciente de variación de la ratio PIIN/PIB entre 2007 y 2018. La *variación debida al ciclo* es la variación del saldo de la balanza por cuenta corriente que no se explica por la variación del saldo de la balanza por cuenta corriente ajustado en función del ciclo.

En 2018, las PIIN mejoraron a un ritmo más rápido en la mayoría de los Estados miembros, pero siguen existiendo grandes volúmenes de pasivos exteriores negativos en una serie de ellos. Las PIIN siguieron mejorando en 2018 gracias a las prudentes posiciones de la balanza por cuenta corriente, al aumento del PIB y a los efectos ampliamente positivos de valoración en una serie de países (gráficos 10 y 11). Sin embargo, las PIIN siguen siendo muy negativas en varios países de la UE. En 2018, doce Estados miembros registraron una PIIN peor que el umbral del cuadro de indicadores del -35 % del PIB, uno menos que en 2017. En los países con PIIN muy negativas, los valores son inferiores a los que podrían justificar los principales indicadores económicos («normas de las PIIN»), y en algunos casos, a los umbrales prudenciales[25]. En algunos países, el stock de pasivos exteriores es también amplio cuando se calcula excluyendo la IED y los instrumentos financieros sin riesgo de impago (NENDI)[26].

- Algunos países de la zona del euro siguen registrando **PIIN ampliamente negativas** por debajo del -100 % del PIB, como Chipre, Grecia, Irlanda y Portugal. En estos países, las PIIN son muy inferiores a los niveles de referencia, tanto a las normas de las PIIN como a los umbrales

[25] Las PIIN en consonancia con los principales indicadores económicos («normas de las PIIN») se obtienen de la acumulación a lo largo del tiempo de las normas de la balanza por cuenta corriente (véase también la nota **Error! Bookmark not defined.**). Los umbrales prudenciales de la PIIN se determinan a partir de la maximización de la capacidad de la señal de predecir una crisis de la balanza de pagos, teniendo en cuenta información específica del país resumida en la renta per cápita. Para el método de cálculo de los stocks de la PIIN en consonancia con los principales indicadores económicos, véase A. Turrini y S. Zeugner (2019), «Benchmarks for Net International Investment Positions», Economía Europea, Discussion Paper 097/2019.
[26] La NENDI es un subconjunto de la PIIN que excluye sus componentes relacionados únicamente con el capital, a saber, la inversión extranjera directa (IED) y los fondos propios, así como la deuda de IED transfronteriza intraempresa, y representa la PIIN sin los instrumentos que no pueden ser objeto de impago. Véase también Comisión Europea, «Envisaged revision of selected auxiliary indicators of the MIP scoreboard», nota técnica; https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-and-fiscal-policy-coordination/eu-economic-governance-monitoring-prevention-correction/macroeconomic-imbalance-procedure/scoreboard_en.

prudenciales. En Chipre y en Irlanda, los niveles de las PIIN reflejan también la importancia del balance de las empresas multinacionales y las relaciones financieras transfronterizas entre empresas. Estos cuatro países, junto con España, muestran una fuerte incidencia de la deuda en sus PIIN, como indica la PIIN excluidos los instrumentos sin riesgo de impago (NENDI) muy negativa. En Grecia, la gran deuda pública externa, a menudo en condiciones muy favorables, representa la mayor parte de la PIIN[27]. Una gran parte de la PIIN de Chipre está vinculada a las posiciones del balance de las sociedades instrumentales no financieras, navieras.

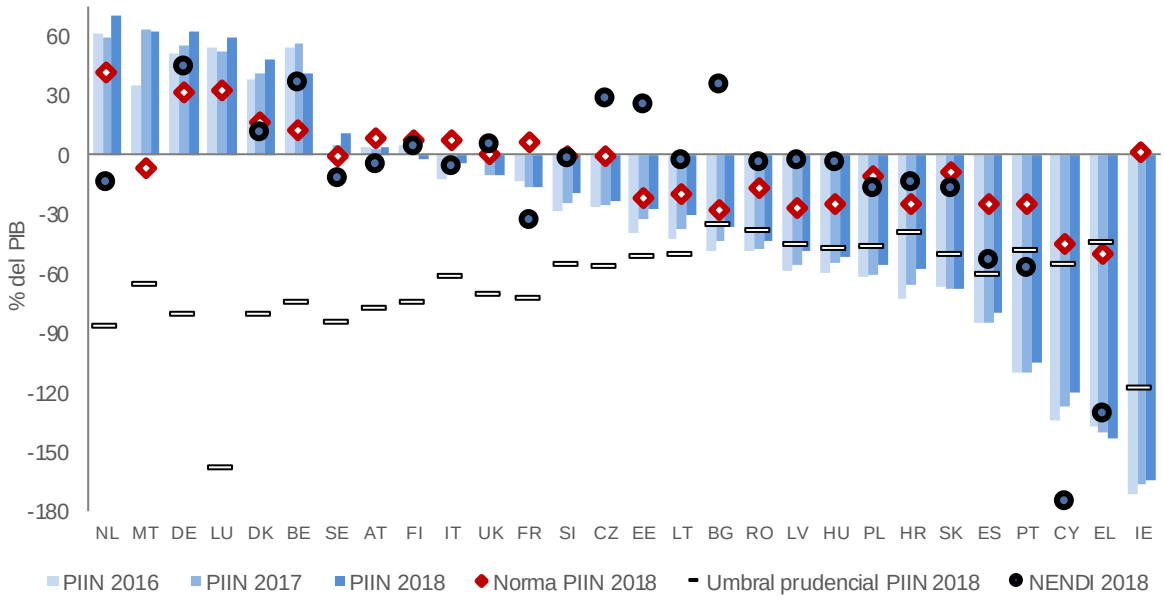
- En los países con **PIIN más moderadamente negativas**, pero inferiores al -35 % del PIB, las PIIN también tienden a estar por debajo de lo que cabría esperar del valor de los principales indicadores económicos específicos de cada país. Es el caso de Bulgaria, Croacia, Hungría, Letonia, Polonia, Rumanía y Eslovaquia. En algunos casos, son también inferiores a los umbrales prudenciales. Sin embargo, dado que muchos de estos países de Europa Central y Oriental y Estados bálticos son grandes receptores de IED, la PIIN mejora considerablemente si se calcula excluyendo los instrumentos sin riesgo de impago (NENDI)[28]. Otros países de la UE registran PIIN negativas superiores al -35 % del PIB, pero por debajo de las normas respectivas (Chequia, Estonia, Lituania y Eslovenia), también en este caso como reflejo en gran medida de las entradas de IED. Dentro de este grupo, Francia destaca por la gran importancia de los instrumentos con riesgo de impago para su PIIN negativa.
- La mayoría de las **PIIN ampliamente positivas** siguió aumentando progresivamente en 2018. Alemania, Luxemburgo, Malta y los Países Bajos registran PIIN positivas del 60 % o más del PIB, y Dinamarca de cerca del 50 % del PIB[29]. Esto ha reflejado la persistencia de grandes superávits de la balanza por cuenta corriente durante una serie de años, lo que ha llevado a la acumulación de una gran posición neta de activos frente al resto del mundo. En cambio, Bélgica registró una caída de su PIIN, que era muy positiva, como consecuencia de efectos de valoración adversos. En todos estos casos, las lecturas de la PIIN están claramente por encima de las normas respectivas, es decir, mucho más allá de lo que podría estar justificado o esperarse con arreglo a los principales indicadores económicos específicos de cada país.

[27] Analizando los datos por sectores institucionales, la PIIN del Gobierno representa la totalidad de la PIIN muy negativa en Grecia (ya que la deuda pública es propiedad en gran medida de extranjeros, incluidos, sobre todo, los prestamistas oficiales), mientras que el resto de la economía, es decir, los hogares y las sociedades no financieras y financieras, incluidas las instituciones financieras monetarias, registra una PIIN positiva. En Chipre, Portugal y España, la PIIN gubernamental constituye una parte importante de la PIIN de la economía, pero el resto de la economía sigue teniendo una PIIN claramente negativa.

[28] La evolución de la balanza por cuenta corriente es coherente con la estabilidad de la posición exterior de estos países, excepto en el caso de Rumanía, donde es probable que el esperado deterioro adicional de la balanza por cuenta corriente dé lugar también a un empeoramiento de la PIIN.

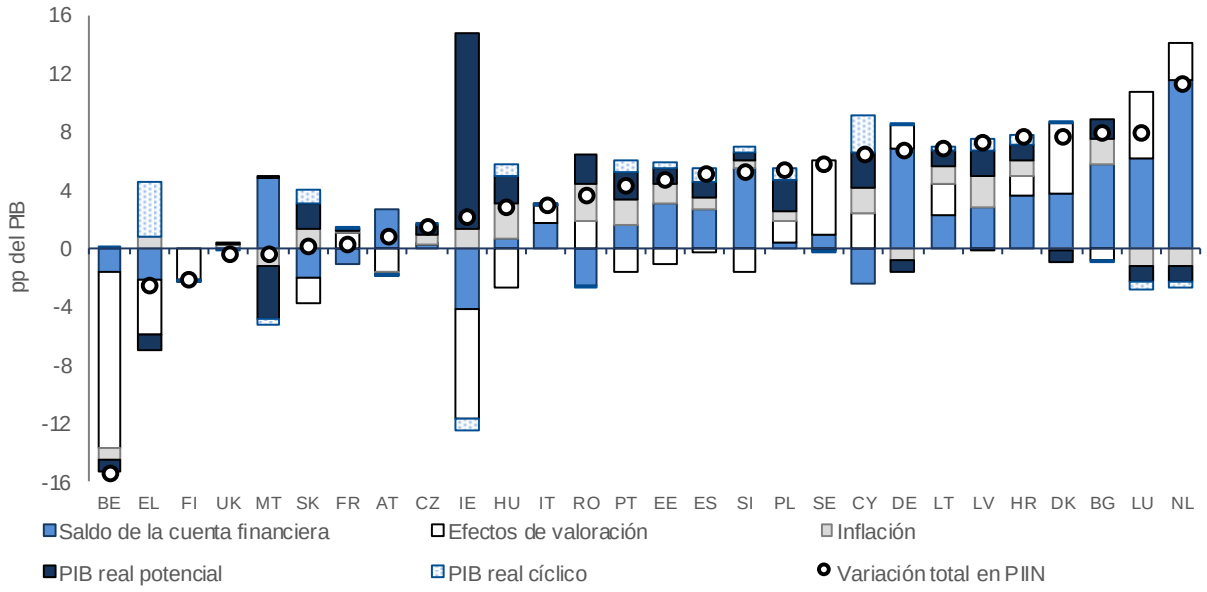
[29] La pertinencia de la NENDI varía considerablemente en ese grupo de países, y refleja también la importancia de sus centros financieros, como en el caso de Luxemburgo y Malta, o los pasivos de deuda externos de los bancos y las sedes de multinacionales, como en el caso de los Países Bajos.

Gráfico 10: Posiciones de inversión internacional neta (PIIN) y niveles de referencia de inversión internacional neta en 2018



Fuente: Eurostat (MBP6 y SEC-10) y cálculos de los servicios de la Comisión.
Nota: Los valores de la NENDI para Irlanda, Luxemburgo y Malta no son a escala. Los países aparecen en orden decreciente de la ratio PIIN/PIB en 2018. La NENDI es la PIIN excluidos los instrumentos sin riesgo de impago. Para los conceptos de norma de PIIN y de umbral prudencial de PIIN, véase la nota 26.

Gráfico 11: Dinámica de las posiciones de inversión internacional neta (PIIN) en 2018



Fuente: Eurostat y cálculos de los servicios de la Comisión.
Nota: Los países aparecen en orden creciente de variación de la ratio PIIN/PIB en 2018. Los gráficos presentan un desglose de la evolución interanual de la ratio PIIN/PIB en cinco componentes: saldo de la cuenta financiera, que debe ser igual a la suma de los saldos de la balanza por cuenta corriente y de capital; aumento potencial y cíclico del PIB real; inflación; y cambios de valoración. El componente cíclico del aumento del PIB es la diferencia entre el aumento real y el potencial.

Los costes laborales unitarios (CLU) están aumentando a un ritmo acelerado en varios Estados miembros de la UE. En 2018, el cuadro de indicadores muestra un aumento de los CLU por encima del umbral en ocho países, el doble que en años anteriores. La aceleración de los CLU se inició en torno a 2013, primero en las economías bálticas y un poco más tarde en una serie de países de Europa Central y Oriental, con algunos signos de aceleración también visibles en toda la zona del euro. Los datos previstos para 2019 indican una cierta moderación del aumento de los CLU en los países en los que las pérdidas de competitividad de costes en los últimos años han sido mayores, pero también hay casos en los que el aumento de los CLU parece seguir al alza (gráfico 12).

- **Se han observado aceleraciones de los CLU en un número creciente de Estados miembros.** El aumento de los CLU ha sido especialmente fuerte en algunos países de Europa Central y Oriental y Estados bálticos, en especial Rumanía y también Bulgaria, Chequia, Estonia, Hungría, Letonia, Lituania y Eslovaquia. En todos estos países, el cuadro de indicadores muestra un aumento de los CLU por encima del umbral. Mientras que para la mayoría de esos países se espera una cierta desaceleración de los CLU en 2019, se prevé que los CLU se sigan acelerando en Hungría y Eslovaquia en el presente año. El aumento de los CLU siguió siendo relativamente moderado, aunque superior al de años anteriores, en los países deudores netos de la zona del euro, especialmente en Chipre, Grecia y España. Portugal experimentó un incremento de los CLU por encima de la media de la zona del euro. Al final, los CLU también aumentaron algo en los grandes países acreedores netos. Alemania registró la mayor aceleración de los CLU entre las grandes economías de la zona del euro.

- **El fuerte aumento de los CLU se debe en gran medida a la vuelta al aumento de los salarios en un contexto de contracción del mercado de trabajo**. En 2018, el aumento de los salarios nominales fue el factor más importante para el incremento de los CLU (gráfico 13). Desde la recuperación económica, el crecimiento del empleo y la caída de las tasas de desempleo han ido seguidos por una aceleración de los salarios, que refleja la dinámica de la curva de Phillips. Sin embargo, desde la recuperación, el aumento de los salarios reales fue inferior al de la productividad laboral hasta 2017, dándose una situación contraria solo desde 2018. En todos los países, el aumento de los CLU tiende a ser más elevado cuando el desempleo es el más bajo, con falta de mano de obra cualificada, formación de cuellos de botella en la oferta de mano de obra, y una dinámica de recuperación que también influye, sobre todo en Europa Central y Oriental[30]. Los períodos de aceleración de los CLU también reflejan las mejoras del mercado de trabajo, siendo los países que experimentaron aceleraciones anteriores de los CLU los que se vieron menos afectados por las recesiones vinculadas a la crisis de la deuda de la zona del euro en 2011 y en los que el desempleo comenzó a disminuir antes.

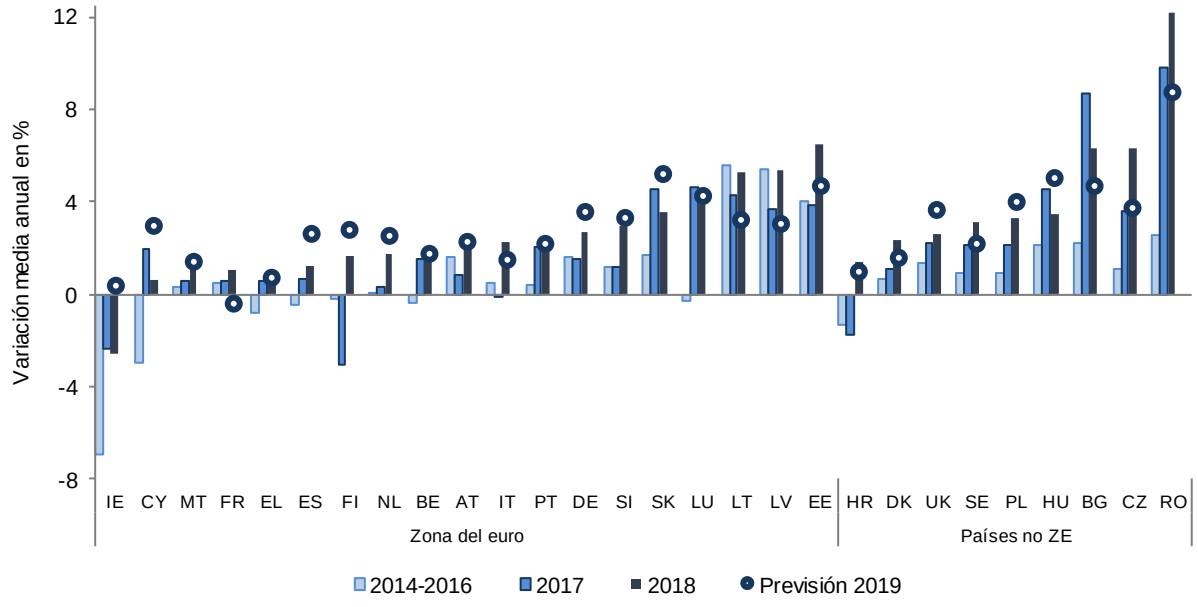
- **La atonía de la productividad laboral desempeña un papel cada vez más importante en las aceleraciones de los CLU**. A la disminución de la productividad laboral se debe una parte considerable de la aceleración de los CLU entre 2017 y 2018. El incremento de la productividad laboral se reanudó en la mayoría de los países de la UE con la recuperación económica, tras la marcada ralentización de los años en que fue más profunda la crisis financiera (gráfico 14). La recuperación de la productividad laboral se asoció principalmente al aumento de la productividad total de los factores (PTF), mientras que la intensificación del uso del capital contribuyó menos al aumento de la productividad laboral en comparación con el período anterior a la crisis. La

[30] Por ejemplo, G. Brunello y P. Wruck: «Skill mismatch in Europe: A survey of the literature», IZA Discussion Paper Series 12346, 2019; A. Kiss and A. Vandeplas, «Measuring skills mismatch». Nota web analítica 7/2015 de la DG EMPL, Comisión Europea, 2015; Comisión Europea (2018), «Labour Market and Wage Developments in Europe»; Revisiones anuales 2018 y 2019.

intensificación del uso del capital refleja el aumento a un ritmo menor, o la disminución, del capital medio por trabajador, debido al fuerte crecimiento del empleo y a la debilidad de la inversión. En los últimos años, la productividad de la mano de obra está aumentando a ritmos inferiores a los del período anterior a la crisis, debido tanto a un crecimiento más moderado de la PTF como a una menor intensificación del uso del capital.

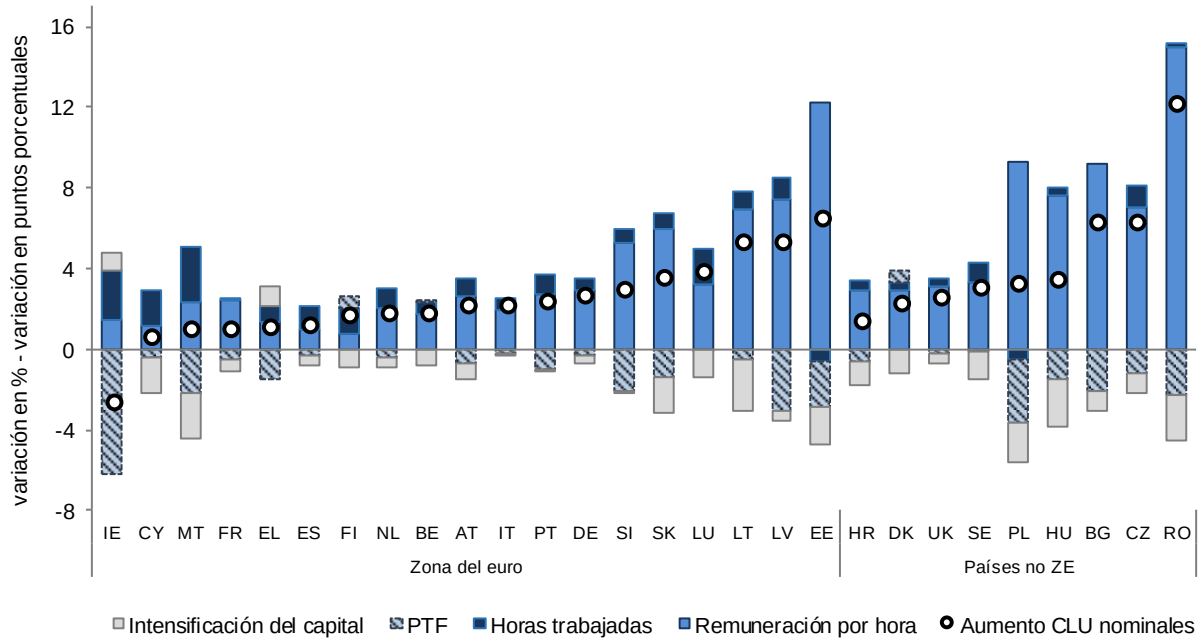
- **El patrón de aumento de los CLU está cada vez más desligado de las necesidades de reequilibrio.** En 2018, los CLU aumentaron gradualmente en todos los países de la zona del euro, habiendo pocas diferencias entre los países acreedores netos y los países deudores netos, lo que contrasta con los años posteriores a la crisis, en los que los CLU experimentaron una aceleración más acusada en los países acreedores netos. A medida que los mercados de trabajo empezaron a contraerse gradualmente también en los países en los que se invirtió la balanza por cuenta corriente, los costes de la mano de obra también empezaron a aumentar en esos países, y la diferencia con respecto a los países acreedores netos empezó a reducirse (véase también la sección 2). De cara al futuro, al igual que en los países deudores netos es en los que hay mayor margen para que siga contrayéndose el mercado de trabajo, la dinámica de la competitividad podría ser cada vez menos favorable al reequilibrio, debido tanto a un aumento de los salarios relativamente más fuerte como a un aumento más contenido de la productividad, como resultado de una contribución más débil de la intensificación del uso del capital.

Gráfico 12: Aumento de los costes laborales unitarios en los últimos años



Fuente: AMECO; los datos relativos a 2019 proceden de las previsiones económicas del otoño de 2019 de la Comisión Europea.
Nota: Los países aparecen en orden creciente de aumento de los costes laborales unitarios en 2018.

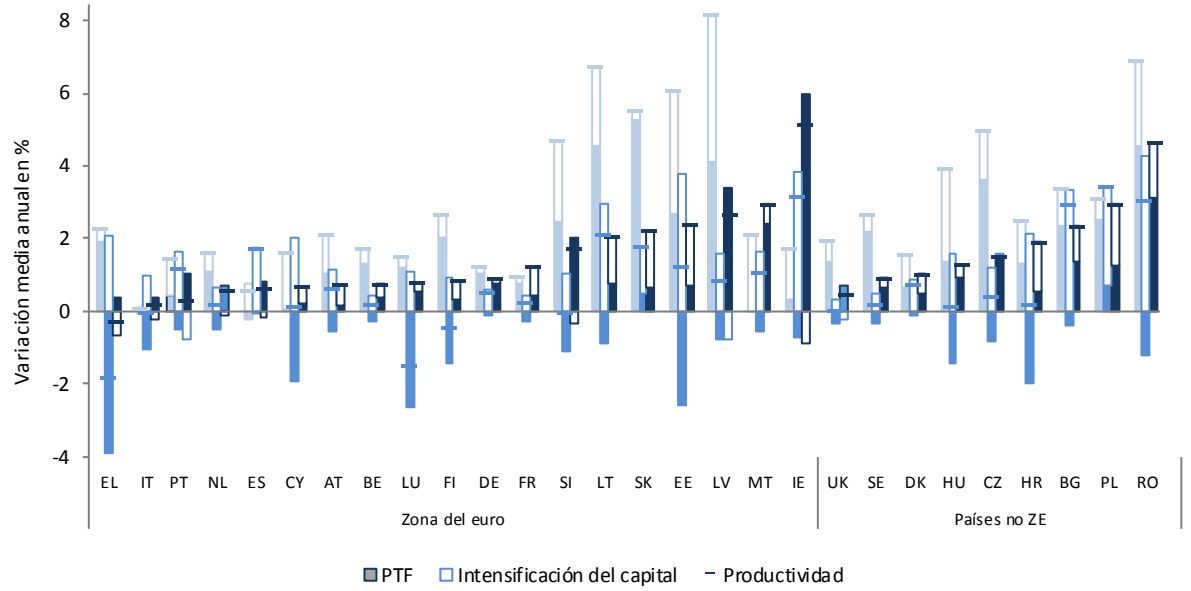
Gráfico 13: Desglose del aumento de los costes laborales unitarios, 2018



Fuente: AMECO y cálculos de los servicios de la Comisión.

Nota: Los países aparecen en orden creciente de aumento de los costes laborales unitarios en 2018. La descomposición se basa en el desglose estándar del aumento de los costes laborales unitarios en remuneración nominal por hora y productividad de la mano de obra; esta última se desglosa a su vez en contribución de las horas trabajadas, productividad total de los factores y acumulación de capital, aplicando un marco estándar de contabilización del aumento.

Gráfico 14: Desglose por incremento de la productividad, 2002-2018



Fuente: AMECO.

Nota: Productividad laboral medida sobre la base del PIB por persona empleada. Los datos relativos a la productividad y a sus subcomponentes [productividad total de los factores (PTF) e intensificación del uso del capital] se refieren a tres períodos, de izquierda a la derecha: 2002-2007 (barras y marcador de color azul claro), 2007-2012 (azul medio) y 2012-2018 (azul oscuro).

Las pérdidas de competitividad de costes empezaron a reflejarse también en medidas de tipo de cambio real (TCRE), que reflejaron en parte las apreciaciones nominales. Hasta hace poco, el aumento de los CLU no se había reflejado más que marginalmente en el incremento de los TCER basados en los CLU, siendo las principales razones el aumento relativamente fuerte de los costes y de los precios en los países socios no pertenecientes a la UE y la depreciación del euro que se produjo aproximadamente al comienzo de la década y en 2015. Más recientemente, los TCER basados en los CLU empezaron a sufrir un deterioro, recogido también en parte mediante medidas del TCER elaboradas con distintos deflactores (PIB o consumo) debido a un aumento continuado de los CLU y a la apreciación del euro entre 2016 y 2018. Esto dio lugar a que, en 2018, hubiera un mayor número de Estados miembros para los que el cuadro de indicadores mostraba un aumento del TCER superior al umbral. En la actualidad, solo un Estado miembro está por debajo del umbral inferior por motivos de depreciación (Reino Unido), mientras que otros cinco han superado el umbral debido a las apreciaciones (Bélgica, Chequia, Estonia, Alemania y Lituania).

- **Los TCER basados en los CLU están aumentando en la mayoría de los Estados miembros y se aceleran con respecto a los últimos años**. Varios países de Europa Central y Oriental experimentan el mayor aumento desde 2016, especialmente los que no pertenecen a la zona del euro, pero también se observa un aumento considerable en algunos países de la zona del euro, sobre todo en los Estados bálticos, así como en Alemania, Luxemburgo, Portugal y Eslovaquia (gráfico 15).

- **Las apreciaciones nominales, sobre todo del euro, representaron parte de las apreciaciones reales entre 2016 y 2018.** Sin embargo, esta tendencia se interrumpió e incluso se invirtió ligeramente en 2019. Fuera de la zona del euro, en Bulgaria y Chequia se produjeron los mayores aumentos de los tipos de cambio efectivos nominales (TCEN) entre 2016 y 2018, mientras que en Suecia y el Reino Unido disminuyeron dichos tipos de cambio.

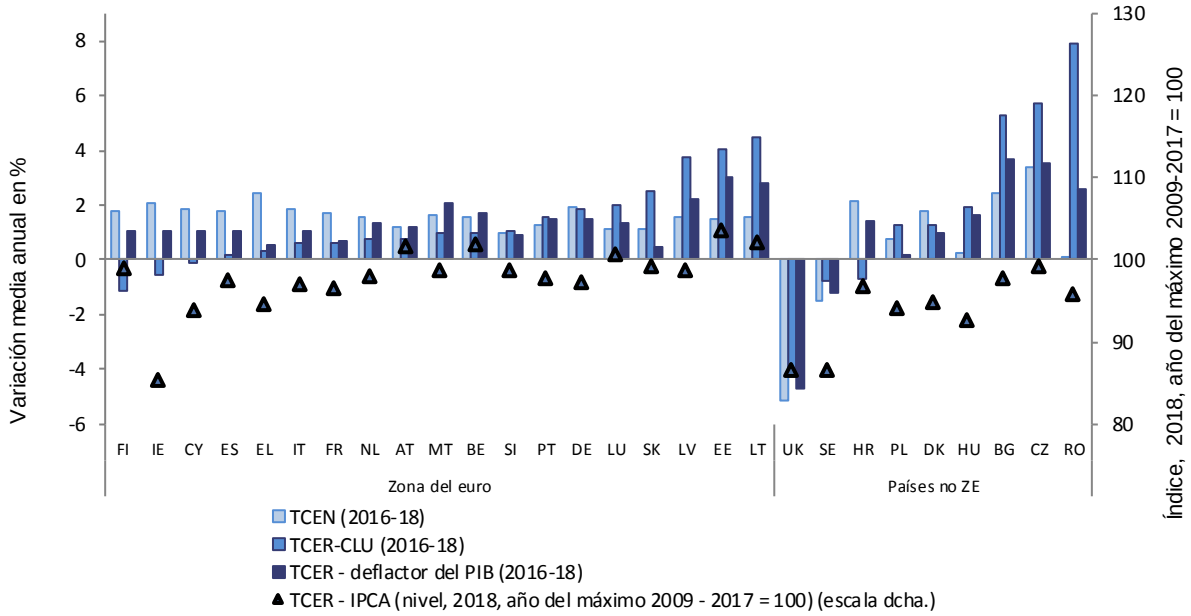
- **Pudo haberse producido una cierta compresión de los márgenes precio/coste**, ya que, en general, el TCER basado en los CLU aumentó más que los TCER basados en el deflactor del PIB o del IPCA. Se observaron notables diferencias entre los TCER basados en los CLU y los deflactores del PIB especialmente en Bulgaria, Chequia, Letonia, Lituania, Rumanía y Eslovaquia[31]. A pesar de la débil dinámica de inflación, debido a las apreciaciones nominales, **la mayoría de los países de la UE han registrado pérdidas de competitividad, medidas por el TCER basado en el IPCA**.

- A pesar de las pérdidas recientes, **en la mayoría de los países, la actual situación de competitividad sigue siendo más favorable que antes de la crisis**, ya que el nivel del TCER basado en el IPCA se sitúa por debajo del registrado en picos anteriores. Sin embargo, en algunos países, en particular Austria, Bélgica, Estonia y Lituania, las cifras actuales del TCER basado en el IPCA superan los picos recientes, lo que refleja apreciaciones persistentes.

- Las depreciaciones reales tienden a coincidir con una reducción del precio relativo de los bienes no exportables, y un **aumento de la cuota de los bienes y servicios exportables en la economía**, lo que mejora el potencial de una dinámica de crecimiento impulsada por las exportaciones. Los datos a menudo confirman este patrón, que, sin embargo, parece estar **disminuyendo** o incluso invirtiéndose en algunos países de la UE, en especial los Estados bálticos (gráfico 16).

[31] Si bien la compresión de márgenes evita que la competitividad de costes afecte a las condiciones de los intercambios, conteniendo así el impacto en los flujos comerciales en sectores que se caracterizan por la diferenciación de productos y la fijación de precios en función del mercado, la persistencia de una rentabilidad reducida implicaría con el tiempo una contracción del sector de bienes y servicios exportables.

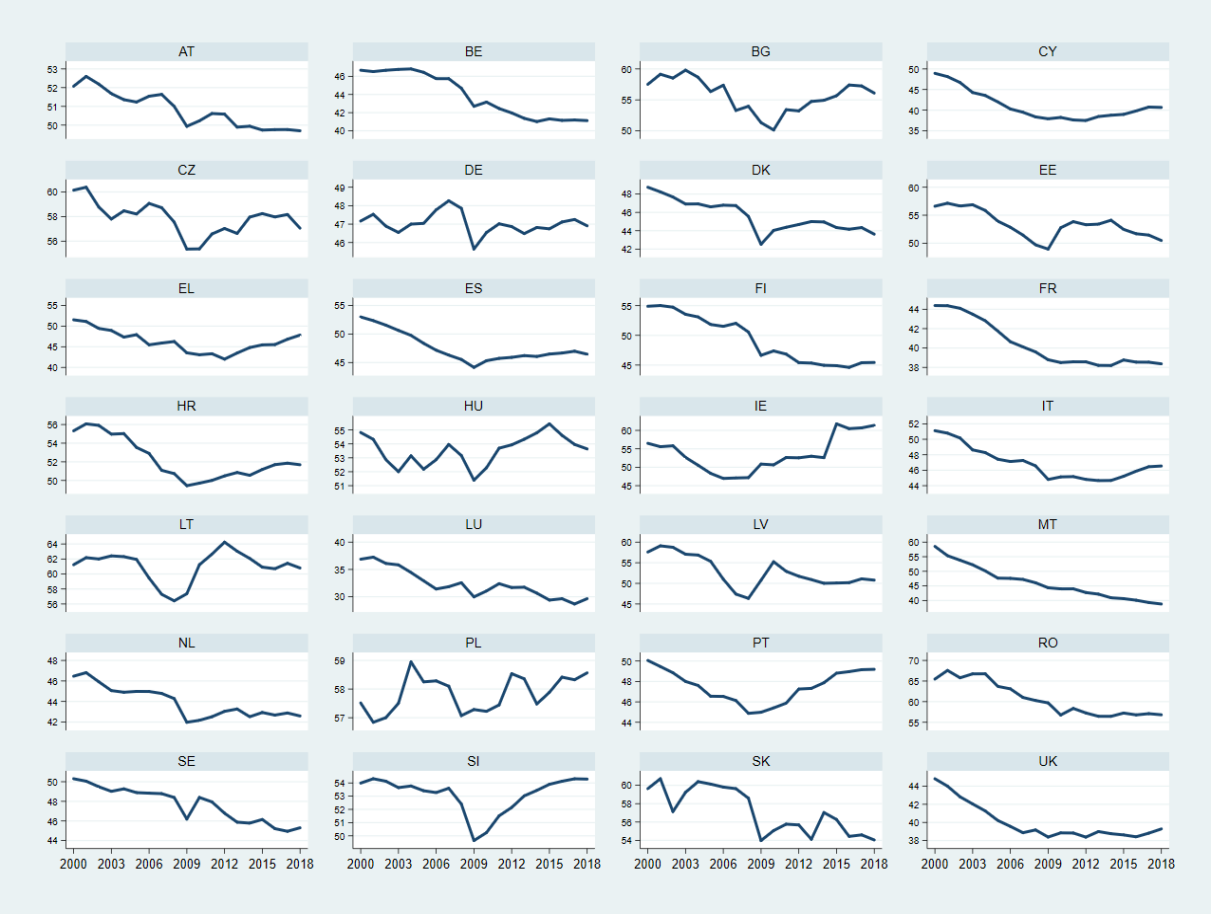
Gráfico 15: Tipos de cambio efectivos reales y nominales (TCER y TCEN)



Fuente: AMECO.

Nota: Los países aparecen en orden creciente de variación media anual del tipo de cambio efectivo real (TCER) basado en el aumento de los CLU entre 2016 y 2018. Los TCER basados en los CLU y en el deflactor del PIB y los TCEN se calculan con respecto a treinta y siete socios comerciales; los basados en el índice armonizado de precios de consumo (IAPC) se calculan con respecto a cuarenta y dos socios comerciales.

Gráfico 16: Cuota de bienes exportables en la economía



Fuente: AMECO.

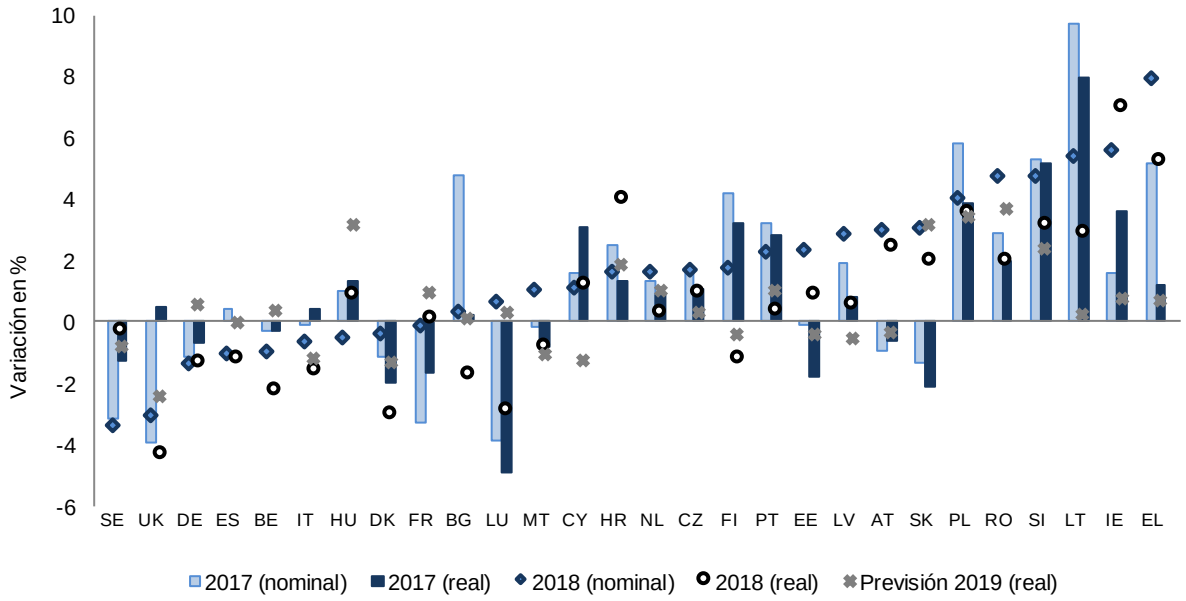
Nota: La cuota de bienes exportables en la economía (agricultura, industria manufacturera, comercio y servicios de transporte y comunicaciones) se calcula como el porcentaje del valor añadido de los bienes exportables respecto al valor añadido total de la economía (%).

La cuota de mercado de las exportaciones aumentó en la mayoría de los Estados miembros en 2018. Los cambios acumulados de la cuota de mercado de las exportaciones durante los cinco años señalados en el cuadro de indicadores muestran valores positivos en la mayoría de los países de la UE. Solo en un Estado miembro (Suecia) se registraron pérdidas por encima del umbral del cuadro de indicadores. Los datos recientes sobre una base anual apuntan a unos porcentajes generalmente positivos de aumento de las cuotas en los mercados de exportación (gráfico 17).

- Los recientes aumentos de la cuota de mercado para los Estados miembros de la UE todavía siguen vinculados a una demanda de exportación relativamente fuerte de zonas con estrechos vínculos comerciales con países de la UE. Las recientes disminuciones del TCER pueden haber desempeñado también un papel. Las cuotas de mercado de los países de la UE cayeron durante los años posteriores a la crisis y empezaron a mejorar con el repunte de la demanda de exportaciones intra-UE. Más recientemente, es probable que el aumento de la cuota de mercado de las exportaciones en los países de la UE en los últimos años se deba a **la ralentización del comercio en algunas economías emergentes** con respecto al comercio dentro de la UE, lo que queda confirmado por el menor aumento de la cuota de mercado de las exportaciones respecto a los países de la OCDE (cuadro 2.1 del anexo). Debido al aumento de los TCER, las ganancias de cuota de mercado de las exportaciones parecen más moderadas cuando se miden en términos reales.

- **En 2018, los Estados miembros de Europa Central y Oriental obtuvieron los mayores aumentos de la cuota de mercado de las exportaciones, pero a menudo con desaceleraciones considerables**. Algunos países acreedores netos, entre ellos Alemania, figuran entre los que registran pérdidas. Entre los países deudores netos, las cuotas en los mercados de exportación han disminuido en España y Bulgaria y se están desacelerando en Portugal, mientras que aumentan en Grecia (el mayor aumento se produjo en 2018), Rumanía y Chipre.

Gráfico 17: Variación de las cuotas en los mercados de exportación



Fuente: Eurostat y cálculos de los servicios de la Comisión.
Nota: Los países aparecen en orden creciente de variación anual de las cuotas nominales de mercado de las exportaciones en 2018. Las cuotas nominales de mercado de las exportaciones se calculan dividiendo las exportaciones de un país a precios corrientes por las exportaciones mundiales también a precios corrientes. El aumento de las cuotas reales de mercado de las exportaciones se calcula restando la tasa de aumento de las exportaciones mundiales en volumen de la tasa de aumento de las exportaciones del país en volumen.

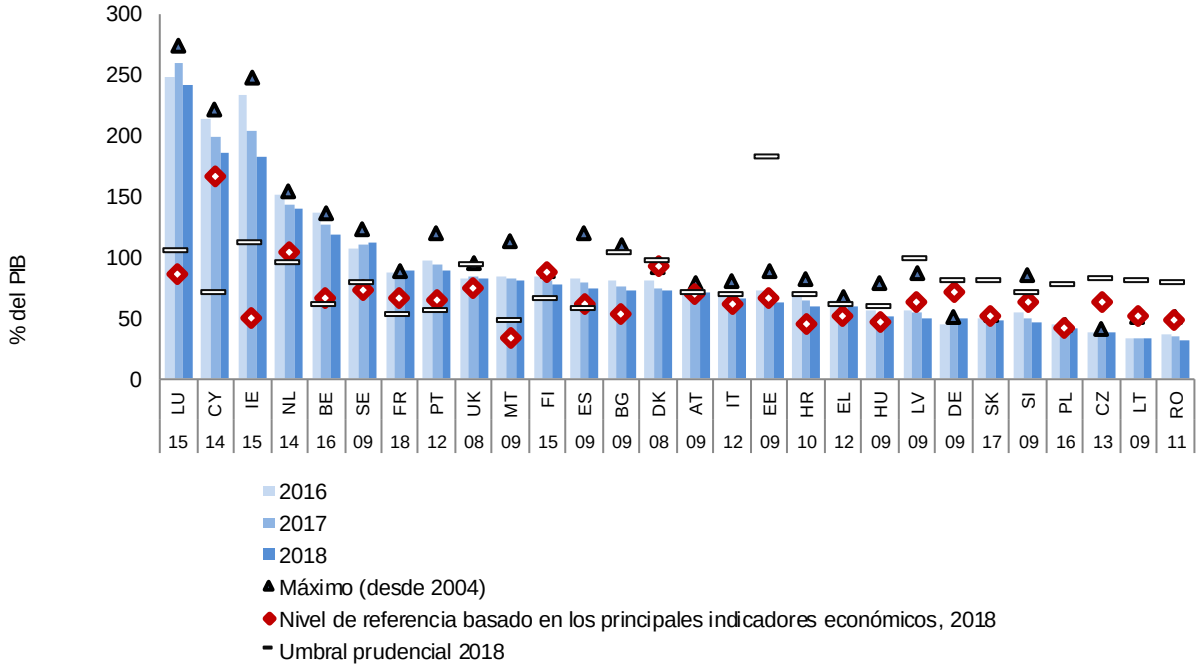
Según los niveles de referencia disponibles, **las ratios de deuda del sector privado siguen siendo elevadas en varios Estados miembros**.

- **Doce Estados miembros rebasaron el umbral del cuadro de indicadores relativo a la deuda privada en 2018, el mismo número que en 2016 y 2017.** Las ratios de deuda privada superan el 200 % del PIB en Luxemburgo, Chipre, los Países Bajos e Irlanda. Las cifras de deuda en esos países se ven influidas por las operaciones transfronterizas dentro de las empresas, sobre todo vinculadas a la actividad de las empresas multinacionales y las entidades instrumentales. Las ratios deuda privada/PIB en Dinamarca y Suecia se sitúan en el 200 % del PIB o en torno a ese porcentaje; en Bélgica, Francia, Portugal y el Reino Unido, están próximas al 150 % del PIB o por encima de ese porcentaje.

- En Chipre, Francia, los Países Bajos, Portugal, España y Suecia, **tanto los hogares como las sociedades no financieras** contribuyen a las grandes ratios de deuda del sector privado (gráficos 18 y 19). En Irlanda y Luxemburgo, el elevado endeudamiento de las **empresas** constituye la mayor parte de los grandes volúmenes de deuda privada; en Dinamarca, Finlandia y el Reino Unido, se trata más bien de deuda de los **hogares**.

- Las **diferencias en el volumen de deuda privada entre los distintos países** obedecen, en gran medida, a diferencias en los factores fundamentales que justifican la acumulación de deuda, como las perspectivas de crecimiento e inversión y el desarrollo del sector financiero. Una evaluación de los niveles de deuda debe, por tanto, tener en cuenta esos factores, así como otros elementos que afectan a los riesgos que plantea un nivel de deuda elevado desde una perspectiva de futuro[32]. Sobre la base de los datos de 2018, todos los países con una deuda privada por encima del umbral del cuadro de indicadores están también por encima de sus niveles de referencia prudenciales y basados en los principales indicadores económicos, específicos para cada país.

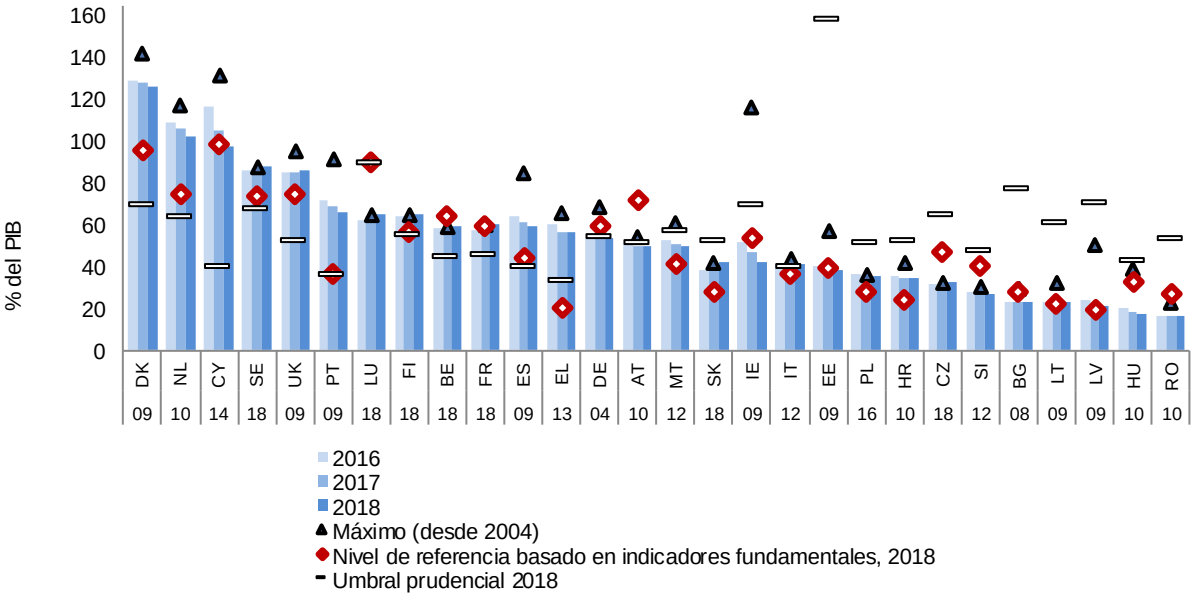
Gráfico 18: Deuda de las sociedades no financieras



Fuentes: Cuentas sectoriales trimestrales no consolidadas de Eurostat y cálculos de los servicios de la Comisión.
Notas: Los países aparecen en orden decreciente de la ratio deuda de las sociedades no financieras/PIB en 2018. Los números que figuran bajo los códigos de los países indican el año en que la ratio de deuda alcanzó su nivel máximo.

[32] Dichos factores se tienen en cuenta en los niveles de referencia específicos para cada país elaborados por la Comisión Europea en cooperación con el grupo de trabajo LIME del CPE [Comisión Europea, «Benchmarks for the assessment of private debt», nota para el Comité de Política Económica, ARES(2017) 4970814] y las actualizaciones posteriores de dichos niveles. Los *niveles de referencia basados en los principales indicadores económicos* permiten evaluar la deuda privada respecto a valores que pueden explicarse sobre la base de los principales indicadores económicos, y se obtienen mediante regresiones que consideran los principales determinantes del aumento del crédito y tienen en cuenta un determinado volumen de deuda inicial. Los *umbrales prudenciales* representan el nivel de deuda por encima del cual la probabilidad de que se produzca una crisis bancaria es relativamente elevada; esos niveles se basan en la maximización de la capacidad de las señales para predecir crisis bancarias al minimizar la probabilidad de no predicción de crisis, así como de alertas falsas, e incorporar información específica de cada país sobre capitalización de los bancos, deuda pública y nivel de desarrollo económico.

Gráfico 19: Deuda de los hogares



Fuentes: Cuentas sectoriales trimestrales no consolidadas de Eurostat y cálculos de los servicios de la Comisión.
Notas: Los países aparecen en orden decreciente de la ratio deuda de los hogares/PIB en 2018. Los números que figuran bajo los códigos de los países indican el año en que la ratio de deuda alcanzó su nivel máximo.

El desapalancamiento del sector privado se está produciendo principalmente gracias al aumento del PIB nominal, a un ritmo más lento, y, en algunos casos, la deuda está aumentando considerablemente en lugar de disminuir. En los últimos años, la deuda de las sociedades no financieras y la deuda de los hogares en países muy endeudados como Chipre, Irlanda, Portugal y España disminuyeron en al menos 25 puntos porcentuales del PIB respecto a sus niveles máximos (gráficos 18 y 19). Estonia, Hungría, Letonia y Eslovenia también registraron descensos marcados, especialmente en las ratios de deuda de las empresas. En los últimos años, se ha reducido el ritmo de descenso de las ratios de deuda, sobre todo en el caso de la deuda de los hogares. Si bien la mayoría de las economías de la UE han seguido registrando una disminución de las ratios de deuda, también ha tenido lugar un nuevo apalancamiento, especialmente de los hogares.

- **El desapalancamiento depende cada vez más del aumento del PIB nominal.** Los flujos de crédito al sector privado siguen siendo moderados, y ningún Estado miembro rebasó el umbral del cuadro de indicadores para esta variable en 2018. Gracias al aumento del PIB nominal durante los últimos años, varios países han empezado un proceso de «desapalancamiento pasivo», es decir, de disminución de las ratios deuda/PIB a pesar de los flujos de crédito positivos. El aumento continuado del PIB ha reducido la presión para el desapalancamiento «activo», es decir, el que se produce gracias a la reducción de los niveles de deuda nominal. De hecho, son menos los países que presentan flujos de crédito negativos a las empresas o a los hogares en comparación con 2017 (gráficos 20 y 21). Sin embargo, dado que el ciclo económico ha alcanzado su nivel máximo, la contribución de la recuperación del PIB cíclico es cada vez más limitada, o incluso se invierte, lo que implica que las perspectivas de continuación del desapalancamiento pasivo dependerán fundamentalmente del aumento del PIB potencial.

- Por lo que respecta a la **deuda de las empresas**, el desapalancamiento ha continuado en la mayoría de los países de la UE, debido cada vez más al aumento del PIB. Entre el primer trimestre de 2018 y el primer trimestre de 2019, solo se produjo un desapalancamiento activo de las sociedades no financieras en Bélgica, Dinamarca, Italia, Luxemburgo, Portugal y Eslovenia (gráfico 20, que se basa en datos no consolidados). En Chipre, Malta y Bulgaria, los flujos de crédito netos al sector empresarial superaron el 5 % del PIB, pese a la elevada deuda de las sociedades no financieras. El aumento de la deuda de las sociedades no financieras en Francia, Alemania y Suecia se debió a unos flujos de crédito relativamente dinámicos. De hecho, Francia y Suecia se han seguido endeudando a pesar de que la deuda de las sociedades no financieras se sitúa por encima de los niveles de referencia[33].

- En lo que respecta a la **deuda de los hogares**, el desapalancamiento se ha ralentizado de modo más notable. En el Reino Unido, Suecia, Bélgica y Francia, la deuda de los hogares en porcentaje del PIB aumentó en 2018 a pesar de estar en niveles relativamente elevados (cercanos a los niveles de referencia o por encima de estos). Solo en unos pocos Estados miembros (Grecia e Irlanda) se observa un desapalancamiento activo (gráfico 21). En los casos en que ha habido desapalancamiento, este se ha realizado a un ritmo lento, sobre todo en Chipre, Portugal y España.

[33] En Irlanda, los flujos de crédito netos fueron negativos y el aumento del PIB nominal fue favorable, pero los cambios positivos de la valoración compensaron estos efectos, haciendo que el desapalancamiento (en términos no consolidados) no se consiguiera en el período comprendido entre el primer trimestre de 2018 y el primer trimestre de 2019, lo que refleja probablemente la actividad de las empresas multinacionales.

Gráfico 20: Desglose de la variación de la ratio deuda de las sociedades no financieras/PIB (primer trimestre de 2018 - primer trimestre de 2019)

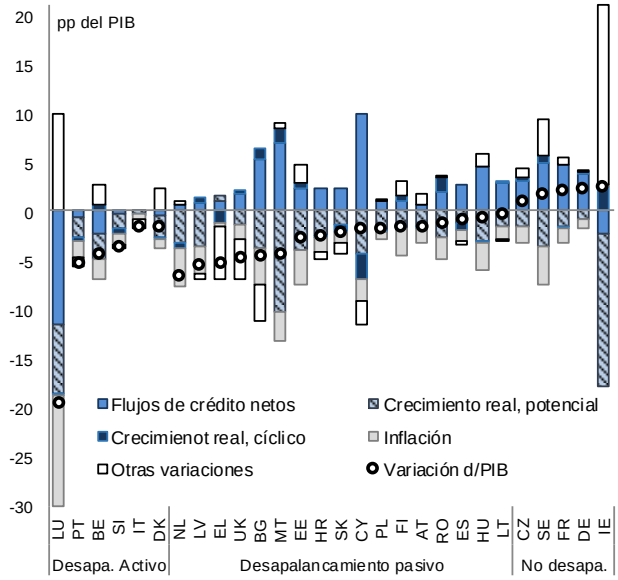
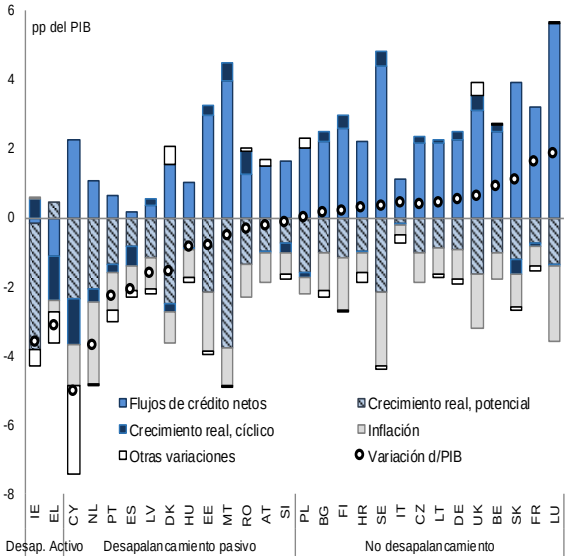


Gráfico 21: Desglose de la variación de la ratio deuda de los hogares/PIB (primer trimestre de 2018 - primer trimestre de 2019)



Fuentes: Cuentas sectoriales trimestrales no consolidadas de Eurostat y cálculos de los servicios de la Comisión.
Notas: Los gráficos presentan un desglose de la evolución interanual de las ratios deuda no consolidada / PIB en cinco componentes: flujos de crédito, aumento potencial y cíclico del PIB real, inflación y otros cambios. El componente cíclico del aumento del PIB es la diferencia entre el aumento real y el potencial. El «desapalancamiento activo» implica el reembolso neto de la deuda (flujos de crédito netos negativos), lo que por lo general conduce a una contracción nominal del balance del sector. El «desapalancamiento pasivo», por otra parte, consiste en la compensación de los flujos de crédito netos positivos con un mayor aumento del PIB nominal, lo que conduce a una disminución de la ratio deuda/PIB.

Las condiciones del sector bancario de la UE han mejorado considerablemente en los últimos años y se han estabilizado en general. El sector bancario sigue teniendo problemas, sobre todo por los bajos niveles de rentabilidad y los grandes volúmenes de préstamos no productivos en varios Estados miembros. Las ratios de capital de nivel 1 han dejado de aumentar después de haber alcanzado niveles por encima de los requisitos normativos en todos los Estados miembros, si bien hay variaciones sustanciales entre países. La rentabilidad de los fondos propios del sector bancario se recuperó considerablemente en los últimos años, pero, más recientemente, las mejoras han sido menores. Algunos países, en especial Grecia, Italia y Portugal (gráficos 22 y 23), se enfrentan a una combinación de tasas de rentabilidad relativamente bajas, ratios de capital por debajo de la media y ratios relativamente elevadas de préstamos no productivos.

- **El aumento de los pasivos del sector financiero sigue siendo limitado, muy por debajo del umbral del cuadro de indicadores**, excepto en el caso de Finlandia. El aumento de los pasivos del sector financiero disminuyó ligeramente en 2018 en comparación con 2017 en la mayoría de Estados miembros[34]. No obstante, los flujos de crédito bancario en 2018 aumentaron a un ritmo ligeramente superior al de 2017, especialmente por lo que se refiere al crédito a los hogares, y se

[34] Este aumento en Finlandia en 2018 coincidió con el traslado de la sede de un banco de Suecia a Finlandia.

estabilizaron durante los primeros meses de 2019 en un contexto de endurecimiento incipiente de las condiciones crediticias[35].

- **Las ratios de capitalización se estabilizaron en la mayoría de los Estados miembros, mientras que las rentabilidades de los fondos propios empeoraron en varios casos en 2018.** Las rentabilidades de los fondos propios siguieron siendo negativas en Grecia y Portugal en 2018 y pasaron a ser positivas en Chipre. Las valoraciones del capital bancario aumentaron en 2017, mientras que se redujeron durante 2018 y la mayor parte de 2019, a pesar del buen rendimiento de los índices de los mercados de valores europeos en general, lo que refleja, entre otros factores, una revisión de las opiniones del mercado sobre las perspectivas de rentabilidad del sector.

- **Algunos Estados miembros se destacan por una combinación de ratios de rentabilidad y de capitalización relativamente bajas, así como por elevadas ratios de préstamos no productivos[36].** En Grecia, la ratio de préstamos no productivos es superior al 40 %. Chipre ha experimentado mejoras considerables en su ratio de préstamos no productivos, principalmente como resultado de las ventas de préstamos y la liquidación de un gran banco en 2018, y la rentabilidad se volvió positiva. En Portugal e Italia, la ratio de préstamos no productivos se ha reducido notablemente desde 2016, y los últimos datos apuntan a una reducción adicional, aunque más moderada, en 2018. La ratio de préstamos no productivos ha caído por debajo del 10 % en ambos países. En Bulgaria, Croacia, Hungría, Irlanda, Rumanía y Eslovenia disminuyeron en 2018 sus ratios de préstamos no productivos, situadas por encima de la media de la UE.

- **Las perspectivas económicas actuales, caracterizadas por tipos de interés bajos durante un período prolongado, plantean nuevos desafíos**. La disminución de los tipos de interés tiene mayores efectos a largo plazo, al allanar las curvas de rendimiento y reducir todavía más los márgenes de tipos de interés. Este allanamiento dificulta la operación de transformación de vencimientos realizada por los bancos, lo que probablemente va en detrimento de su rentabilidad. Dado que el entorno de bajo rendimiento afecta sobre todo a activos financieros de bajo riesgo, podría tensar, en particular, la rentabilidad y el balance de las entidades financieras no bancarias con carteras de activos invertidas ampliamente en activos de bajo riesgo, como las compañías de seguros, sobre todo en el subsector de los seguros de vida, y los fondos de pensiones[37].

[35] Según consta en la encuesta de préstamos bancarios de la zona del euro; véase BCE, «Boletín Económico», agosto de 2019.

[36] En el conjunto de indicadores auxiliares del cuadro de indicadores, los préstamos no productivos se definen como el total de préstamos y anticipos brutos no productivos en porcentaje del total de préstamos y anticipos brutos (importe en libros bruto), para el sector informador «Grupos bancarios y entidades de crédito independientes nacionales, filiales bajo control extranjero y sucursales bajo control extranjero, todas las entidades». Los valores figuran en el cuadro 2.1 anexo. Los datos armonizados sobre las ratios de préstamos no productivos solo están disponibles desde 2014. Por consiguiente, en cuanto a los datos sobre 2008 y al «aumento hasta el máximo», el gráfico 23 se refiere a la ratio entre los instrumentos de deuda no productivos (NPD, por sus siglas en inglés) (datos brutos) y los instrumentos de deuda total bruta, que está disponible en series cronológicas más largas, y que hace referencia, además de a los préstamos, a otros instrumentos de deuda mantenidos por el sector bancario. Esto último suele ser ligeramente inferior a las ratios de préstamos no productivos, sobre todo porque el denominador es mayor, es decir, los instrumentos de deuda bruta total son mayores que el total de los préstamos. La máxima diferencia entre ambas ratios asciende en la actualidad a 4 puntos porcentuales (Grecia), mientras que para la mayoría de los Estados miembros se sitúa por debajo de 1 punto porcentual.

[37] BCE, «Revisión de la estabilidad financiera», mayo de 2019.

Gráfico 22:
Rentabilidad y capital del sector bancario

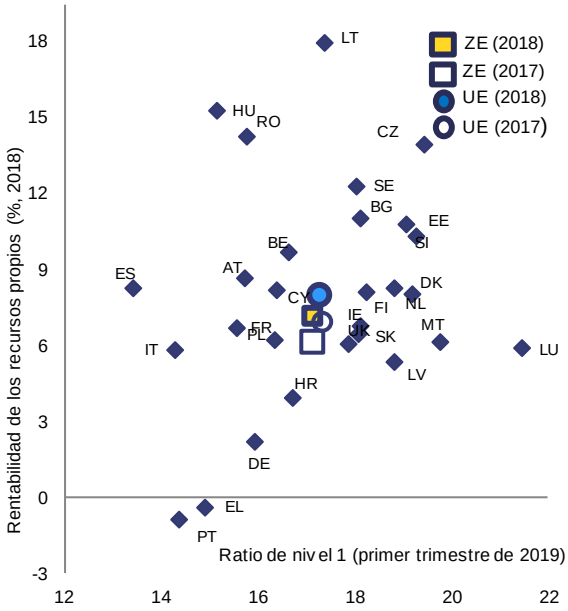
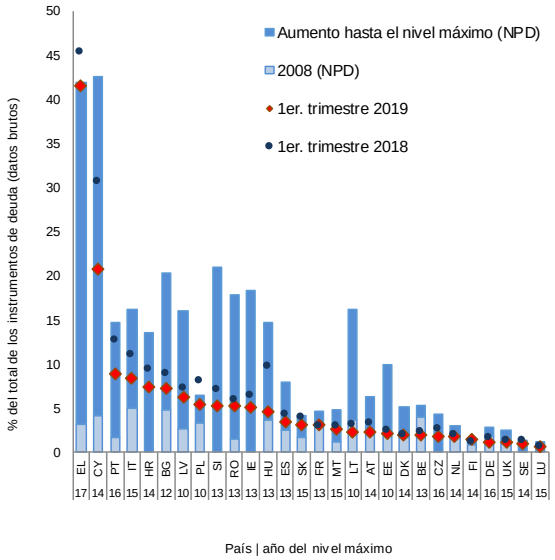


Gráfico 23: Préstamos no productivos



Fuente: No se dispone de datos brutos sobre los instrumentos de deuda no productivos (NPD, por sus siglas en inglés) para 2008 respecto de Croacia, Chequia, Irlanda, Eslovenia y Suecia.
Nota: En el gráfico 23, los datos relativos a 2008 y al «aumento hasta el máximo» se refieren a la ratio entre los NPD (datos brutos) y los instrumentos de deuda total bruta; las ratios de préstamos no productivos se refieren al primer trimestre de 2018 y al primer trimestre de 2019; los números que figuran bajo los códigos de país indican el año en que los NPD alcanzaron su nivel máximo.

Los precios de la vivienda siguieron aumentando a un ritmo elevado en 2018, pero la dinámica de los precios se ha enfriado en los casos en que hay más señales de sobrevaloración. La aceleración del aumento de los precios de la vivienda está llevando a un número cada vez mayor de mercados de la vivienda cerca o por encima de los máximos anteriores a la crisis (gráfico 26). En 2018, siete Estados miembros experimentaron un aumento del precio real de la vivienda por encima del umbral del cuadro de indicadores (Chequia, Hungría, Irlanda, Letonia, Países Bajos, Portugal y Eslovenia), uno más que en 2017. El aumento de los precios de la vivienda fue especialmente elevado en los países de la UE donde no había habido señales, o había habido pocas señales, de que los precios de la vivienda estuvieran sobrevalorados, mientras que se observa una ralentización en los países caracterizados por una sobrevaloración más clara. Los datos hasta el segundo trimestre de 2019 indican que Croacia, Chequia, Hungría, Polonia y Portugal pueden sobrepasar este año el umbral del cuadro de indicadores si la tendencia continúa en el segundo semestre del año. En el primer semestre de este año, y en comparación con 2018, se produjeron aceleraciones del aumento de los precios de la vivienda en Croacia, Chipre y Suecia, y desaceleraciones en Dinamarca, Irlanda, Letonia, Rumanía y Eslovenia.

- **Una parte de la aceleración de los precios de la vivienda está vinculada a los principales indicadores económicos**. El aumento de los precios de la vivienda empezó a reactivarse gracias a la recuperación económica iniciada en 2013 y a la reducción de los tipos de interés. Desde este punto de vista, dicho aumento puede explicarse por los principales indicadores económicos[38]. A

[38] Los niveles de referencia de los precios de la vivienda permiten calibrar el grado de sobrevaloración o infravaloración de estos precios sobre la base de las características específicas de cada país. Las brechas de valoración sintética se basan en la diferencia obtenida con distintos niveles de referencia: i) desviación de la ratio precios/ingresos con respecto a su media a largo plazo, ii) desviación de la ratio precios/rentas con respecto a su

pesar de la aceleración, el crecimiento del nuevo crédito hipotecario no ha tenido hasta ahora un papel autónomo importante en la determinación de los precios, a diferencia de lo ocurrido en el período anterior a la crisis. No obstante, podría contribuir a la persistencia de las aceleraciones de los precios de la vivienda.

- **El fuerte aumento de los precios de la vivienda tiene repercusiones en los niveles de valoración.** En Hungría, Irlanda, Letonia, los Países Bajos, Portugal y Eslovenia, el aumento de los precios reales de la vivienda ya era elevado en 2017 y se aceleró aún más en 2018 (gráfico 24 y gráfico 25, cuadrante superior derecho). El fuerte aumento prolongado en una serie de países está incrementando gradualmente los riesgos de sobrevaloración: el número de países de la UE donde los precios de la vivienda se considera que están sobrevalorados ha ido en aumento en los últimos años. Recientemente, ha habido señales más claras de sobrevaloración (medida en términos de brecha creciente de las valoraciones) en países como Alemania o Portugal. Los precios de la vivienda son iguales o superiores a los niveles máximos desde mediados de los 2000 en varios países (Austria, Bélgica, Chequia, Alemania, Luxemburgo, Malta y Portugal; gráfico 26). Los precios de la vivienda en una serie de países están llegando a niveles de restricción de la asequibilidad, como lo pone de manifiesto la ratio entre los niveles de precios de la vivienda y la renta per cápita disponible. Las estimaciones indican que, en aproximadamente la mitad de los países de la UE, son necesarios más de diez años de ingresos para adquirir una vivienda de 100 m^2[39]. Del mismo modo, uno de cada diez europeos vive en un hogar que supuso un gasto del el 40 % o más de sus ingresos para la vivienda en 2017[40].

- **Los precios de la vivienda se ralentizaron en cierta medida en algunos países que presentaban señales de sobrevaloración y de elevada deuda de los hogares, y se ha iniciado una corrección a la baja en el mercado sueco de la vivienda**. Los índices recientes de aumento de los precios de la vivienda han tendido a ser más bajos cuanto mayor es la sobrevaloración. Este patrón, que no era visible en los años anteriores, es claramente perceptible en 2018 en el caso de los países con precios de la vivienda que se consideran sobrevalorados. En 2018, Austria, Bélgica, Francia y el Reino Unido se destacaron por la combinación de distintos grados de sobrevaloración de los precios de la vivienda y una elevada deuda de los hogares, pero también por un aumento de dichos precios menor en 2018 que en 2017 (gráfico 25). Estas desaceleraciones podrían reflejar una restricción de la asequibilidad, una recuperación de la oferta de viviendas, y medidas aplicadas a nivel nacional, también en el ámbito macroprudencial[41]. Además, en Suecia, los precios de la

media a largo plazo, y iii) desviación respecto a los niveles de referencia calculados mediante regresión teniendo en cuenta los principales indicadores económicos de la oferta y la demanda (véase N. Philiponnet y A. Turrini (2017), «Assessing House Price Developments in the EU», Documento de reflexión de la Comisión Europea n.º 048, mayo de 2017). En el cálculo de los niveles de referencia mediante regresión, a las variables explicativas cíclicas se les aplica un filtro HP para contener su volatilidad.

[39] Las estimaciones del nivel de precios se obtienen sobre la base de los datos contables y del censo nacionales o, si no están disponibles, de información publicada en los sitios web de las agencias inmobiliarias. Véase J. C. Bricongne et al. (2019), «Assessing House Prices: Insights from "Houselev", a Dataset of Price Level Estimates», European Economy, Discussion Paper n.º 101, julio de 2019.

[40] Comisión Europea (2019), «Employment and Social Developments in Europe, Revisión Anual de 2019», capítulo 4.

[41] La inversión en la construcción ha ido aumentando a un ritmo más rápido desde 2015 en toda la UE, observándose las mayores tasas de crecimiento donde es mayor el incremento de los precios de la vivienda. Los permisos de construcción también van en aumento en la mayoría de los países de la UE. Una serie de políticas macroprudenciales recientemente adoptadas en la UE podrían haber afectado al ritmo de aumento de los precios de la vivienda. Es el caso, en especial, de los límites máximos de las ratios préstamo/valor y de las ratios servicio de la deuda / ingresos. En los últimos años se ha reformado la fiscalidad de la vivienda en varios Estados miembros de la UE, sobre todo con el fin de contener la magnitud de la desgravación fiscal de las hipotecas.

vivienda disminuyeron en 2018 sobre una base anual, tanto en términos nominales como reales, si bien los datos de los dos primeros trimestres de 2019 apuntan a una cierta estabilización. En cambio, no se ha producido ningún ajuste en Luxemburgo, donde siguieron creciendo las vulnerabilidades y los riesgos de sobrevaloración.

- **En algunos Estados miembros, la sobrevaloración de los precios de la vivienda coexiste con grandes niveles de deuda de los hogares**. Así ocurre sobre todo en Dinamarca, Luxemburgo, Suecia y el Reino Unido. Los Países Bajos se caracterizan por una elevadísima deuda de los hogares y elevados niveles de precios respecto a los ingresos. El aumento del crédito hipotecario en 2018 fue especialmente rápido en Bulgaria, Rumanía y Eslovaquia (por encima del 10 % respecto al año anterior), y en Austria, Bélgica, Chequia, Estonia, Francia, Hungría, Lituania, Luxemburgo y Malta (más del 5 % respecto al año anterior). En algunos casos, el fuerte crecimiento se produjo a partir de niveles relativamente altos, como en Bélgica o Francia. El panorama es ligeramente diferente si se tiene en cuenta la variación de la deuda asociada solo con las nuevas hipotecas, es decir, excluyendo el impacto de los reembolsos (gráfico 27). La relación entre el precio de la vivienda y los nuevos flujos hipotecarios en todos los países parece débil: no hay señales claras de que los precios aumenten más rápido donde hay más hipotecas nuevas. De ello se puede inferir que hasta la fecha el crédito no ha desempeñado un papel clave en la aceleración de los precios de la vivienda[42]. Sin embargo, en varios países, el fuerte aumento de los precios de la vivienda se ha asociado a un fuerte crecimiento hipotecario, especialmente en Eslovaquia, Luxemburgo, Alemania y los Países Bajos.

[42] En la mayoría de los países de la zona del euro, las aceleraciones de los precios de la vivienda que se produjeron después de la crisis fueron anteriores a la aceleración del crecimiento hipotecario. Véase, por ejemplo, Comisión Europea, «Los mercados de la vivienda de la zona del euro: Tendencias actuales, retos y respuestas políticas», nota al Comité de Política Económica - Euro Area, Ares (2019) 922432, febrero de 2019; y Comisión Europea, «Los mercados de la vivienda de la zona del euro: Tendencias actuales, retos y respuestas políticas», nota técnica al Eurogrupo, febrero de 2019:
https://www.consilium.europa.eu/media/38387/housing-note-eg-26-02-2019-technical-note.pdf

Gráfico 24: Variaciones de los precios de la vivienda y brechas de valoración en 2018

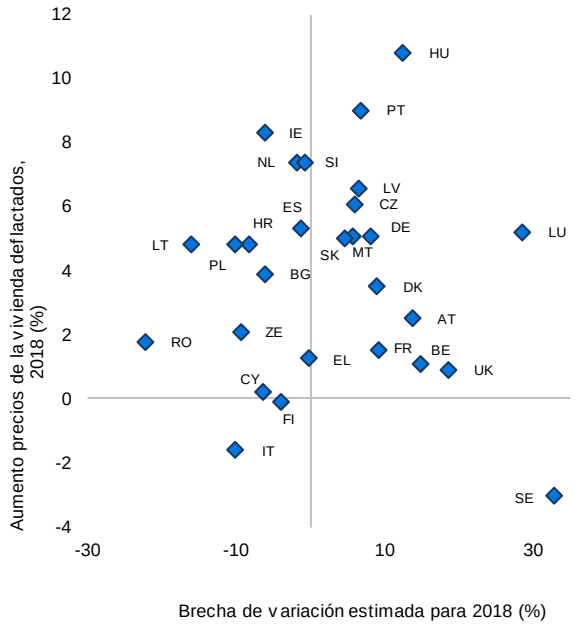
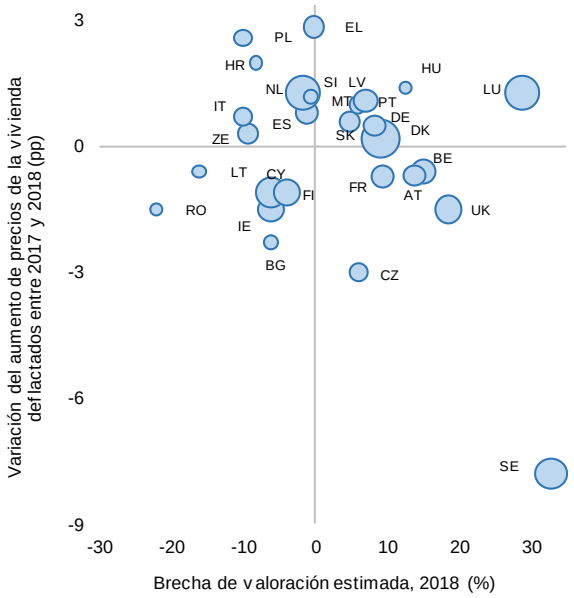


Gráfico 25: Brechas de valoración, variaciones del aumento de los precios entre 2017 y 2018, y deuda de los hogares (% de los ingresos de los hogares)



Fuente: Eurostat y cálculos de los servicios de la Comisión.

Nota: La brecha de sobrevaloración se estima como media de tres variables: desviaciones de las ratios precios/ingresos y precios/renta respecto de sus medias a largo plazo, y resultados de un modelo de brechas de valoración basado en los principales indicadores económicos; véase la nota 39. El tamaño de las burbujas del gráfico 25 corresponde a la ratio de la deuda de los hogares en términos de renta disponible bruta de los hogares (GDI, por sus siglas en inglés). En el caso de Croacia, los datos sobre la GDI después de 2012 no están disponibles y se extrapolan sobre la base del crecimiento de la economía en términos de GDI; faltan los datos en términos de GDI de los hogares para Malta, que se aproximan tomando el 56 % de la renta nacional bruta.

Gráfico 26: Niveles de los precios de la vivienda respecto a los ingresos, e índices de los precios reales de la vivienda respecto a los máximos, 2018

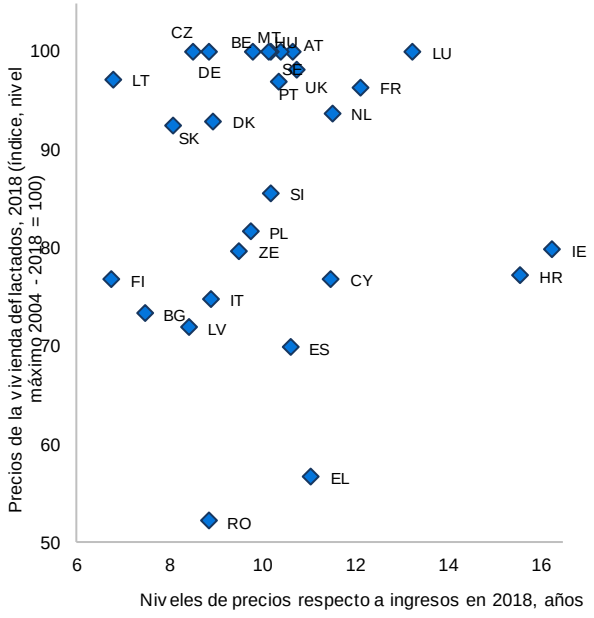
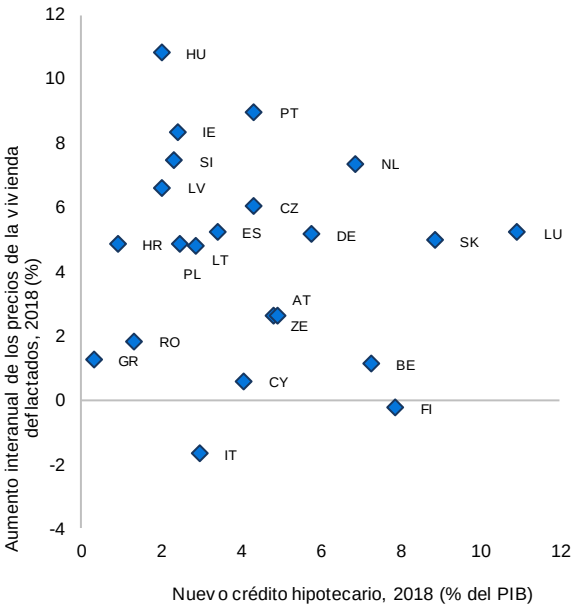


Gráfico 27: Aumento de los precios de la vivienda y nuevo crédito hipotecario en 2018



Fuente: Eurostat y cálculos de los servicios de la Comisión.

Nota: Faltan datos de seis países sobre el nuevo crédito hipotecario (Bulgaria, Dinamarca, Francia, Malta, Suecia y el Reino Unido). Los niveles de precios respecto a los ingresos se valoran como la relación entre el precio de una vivienda de 100 m² y la renta disponible media de los hogares. Los datos de la renta disponible bruta (GDI) per cápita de los hogares después de 2012 no están disponibles para Croacia y se extrapolan sobre la base del aumento de la GDI de la economía; en el caso de Malta, faltan los datos de la GDI de los hogares, que se aproximan tomando el 56 % de la renta nacional bruta.

Las ratios de deuda pública han seguido disminuyendo en la mayoría de los Estados miembros de la UE, pero no en algunos de ellos en los que dichas ratios son las más elevadas. Las ratios de deuda superaron el umbral del cuadro de indicadores en catorce Estados miembros en 2018 y en quince en 2017. Bélgica, Chipre, Grecia, Italia y Portugal tienen una deuda igual o superior al 100 % del PIB, y Francia y España están justo por debajo de ese porcentaje. En el caso de siete países (Bélgica, Chipre, Francia, Irlanda, Portugal, España y el Reino Unido), una deuda pública superior al 60 % del PIB va asociada a una deuda privada por encima de los umbrales respectivos. En 2018, las ratios de deuda pública siguieron disminuyendo, pero a menudo algo menos que en el año anterior, lo que refleja cierta relajación de las posiciones presupuestarias y ya un cierto enfriamiento del aumento del PIB nominal. Sin embargo, algunas de las ratios de deuda pública más elevadas no mejoraron o, incluso, siguieron aumentando progresivamente en 2018: la deuda pública no experimentó cambios en Francia y aumentó en Chipre, Grecia e Italia. Aunque en algunos casos ello se debió a los ajustes excepcionalmente grandes de flujos-stocks que aumentan la deuda, en otros refleja la falta de consolidación presupuestaria. No obstante, los rendimientos de los bonos del Estado disminuyeron y se siguieron ajustando también a lo largo de 2019, incluso en el caso de los prestatarios soberanos más endeudados, y siguieron alcanzándose mínimos sin precedentes. De cara al futuro, se prevé que las ratios de deuda crezcan entre 2019 y 2021, especialmente en Rumanía, pero también en Italia y, en menor medida, en Finlandia y Francia, y que en la mayoría de los demás países de la UE disminuyan algo menos de lo que lo han hecho recientemente.

Cuadro 1: Evolución del empleo y de la situación social

En 2018 continuaron las mejoras en los mercados de trabajo de la UE, pese a la ralentización de la actividad económica en el segundo semestre del año. El empleo ha seguido aumentando en la UE y se ha establecido un nuevo máximo en el número de personas ocupadas. El desempleo ha disminuido en todos los Estados miembros de la UE, especialmente en los países en que es elevado, lo que ha contribuido a reducir las disparidades entre países, aunque el desempleo sigue siendo alto en algunos de ellos. Las mejoras se ralentizaron en el primer semestre de 2019, lo que también podría reflejar la disminución de las reservas de mano de obra restantes. La recuperación ha contribuido igualmente al descenso de la mayoría de los indicadores de pobreza, aunque la situación social sigue siendo preocupante en algunos Estados miembros. Desde 2008, el riesgo de pobreza y exclusión social ha disminuido en la mayoría de la UE (7 millones de personas menos que en 2008; aproximadamente 13 millones con respecto a 2012), así como también lo ha hecho la privación material grave, especialmente en los países de Europa Central y Oriental con un elevado nivel inicial. Sin embargo, el riesgo de pobreza relativa sigue estando por encima de los niveles anteriores a la crisis en muchos Estados miembros. En general, la corrección de las graves fragilidades macroeconómicas ha repercutido en la situación en materia social y de empleo de los países afectados. En particular, los Estados miembros que se enfrentan a desequilibrios excesivos siguieron estando marcados por una situación de empleo y una evolución social más débiles; la situación de los países con desequilibrios es algo más diversa, lo que refleja en gran medida también la diferente naturaleza de los desequilibrios y su gravedad.

En 2018, la *tasa de desempleo* siguió disminuyendo en todos los Estados miembros, pero aún es elevada en algunos de ellos. Las mayores mejoras se produjeron en los países con altos niveles de desempleo (reducciones superiores a 2 puntos porcentuales en Croacia, Chipre y Grecia). Sin embargo, en 2018, cinco Estados miembros (Grecia, España, Croacia, Chipre e Italia) superaban todavía el umbral del indicador del cuadro de indicadores del PDM de una media del 10 % a lo largo de los últimos tres años. En 2018, las tasas de desempleo fueron muy inferiores a los máximos alcanzados en 2013 (aproximadamente 4 puntos porcentuales), pero siguen siendo superiores a las de 2008 en alrededor de la mitad de los Estados miembros. En el primer semestre de 2019, las tasas de desempleo siguieron bajando, hasta el 6,3 % y el 7,5 % en el segundo trimestre de 2019 en la UE y la zona del euro, respectivamente.

Las *tasas de empleo siguieron mejorando* en todos los Estados miembros. La tasa de empleo de la UE (20-64 años) registró su nivel más alto en 2018 con un 73,2 % (72,0 % en la zona del euro) y siguió aumentando en el segundo trimestre de 2019 hasta un máximo del 73,9 %, muy por encima del máximo alcanzado antes de la crisis, que fue del 70,2 % en 2008. El mayor aumento del número de personas empleadas con respecto a 2017 se registró en Malta (5,4 %), seguida de Chipre (4,1 %), Luxemburgo (3,7 %) e Irlanda (3,2 %), mientras que los menores aumentos se registraron en Polonia (0,3 %), Rumanía (0,2 %) e Italia (0,9 %).

Las *tasas de actividad* siguieron aumentando en casi todos los países de la UE. Solo en dos países ha retrocedido la tasa de actividad (15-64 años) durante los tres últimos años: Croacia y España, superando en ambos casos el umbral del cuadro de indicadores de -0,2 (-0,6 puntos porcentuales en ambos casos). De manera agregada, en 2018, en el caso de la UE y de la zona del euro, las tasas de actividad alcanzaron máximos del 73,7 % y el 73,4 %, respectivamente, alrededor de 3,5 y 2,5 puntos porcentuales por encima de los niveles anteriores a la crisis, debido principalmente al aumento de la participación en el mercado de trabajo de los trabajadores de más edad y de las mujeres.

El *desempleo juvenil* y de *larga duración* ha mejorado más que el resto del mercado de trabajo, pero sigue siendo elevado en varios países de la UE. El *desempleo de larga duración* disminuyó en todos los Estados miembros en 2018, y todos los países registraron unos índices inferiores a tres años antes. Las tasas más altas de desempleo de larga duración se registraron en Grecia (13,6 %), España (6,4 %), Italia (6,2 %) y Eslovaquia (4 %), pero todos, excepto Italia, registraron descensos significativos en comparación con 2015 (alrededor de 5 puntos porcentuales en España, 4,6 puntos porcentuales en Grecia y 3,6 puntos porcentuales en Eslovaquia). La *tasa de desempleo juvenil* se redujo en todos los países de la UE en los tres años anteriores a 2018. Se registraron caídas de 10 puntos porcentuales o más durante el mismo período en Croacia, Chipre, Portugal, Eslovaquia y España. Sin embargo, la tasa de desempleo juvenil sigue siendo superior al 30 % en Grecia, Italia y España. Al mismo tiempo, el 9,6 % de los jóvenes (entre 15-24 años) de la UE en 2018 no estudiaban, ni trabajaban, ni recibían formación (ninis). Además, varios Estados miembros (Bulgaria, Croacia, Chipre, Grecia, Italia, Rumanía y España) registran tasas superiores al 12 %.

La pobreza y la exclusión social siguieron reduciéndose, pero aún son elevadas en varios Estados miembros. El porcentaje de personas con riesgo de pobreza o exclusión social (AROPE) continuó disminuyendo en la UE hasta el 21,9 % en 2018. Se trata de unos 3 puntos porcentuales por debajo del máximo observado en 2012[43]. Aunque la mayoría de los países registraron descensos en los tres años anteriores a 2018, Estonia, Luxemburgo, el Reino Unido y los Países Bajos registraron aumentos, aunque en algunos casos (Países Bajos y Luxemburgo) a partir de niveles comparativamente bajos. A pesar de un descenso significativo del índice AROPE de casi el 39 % al 32,8 %, Bulgaria sigue registrando el nivel más alto de la UE, seguida de Rumanía y Grecia, con más del 30 % en ambos casos, y Letonia y Lituania, justo por debajo de ese porcentaje. Los índices AROPE más bajos se registran en Chequia (12,2 %), seguida de Eslovenia (16,2 %), Eslovaquia (16,3 %), Finlandia (16,5 %) y los Países Bajos (16,8 %). A pesar de estos avances globales positivos en cuanto a la pobreza y la exclusión social, algunos de sus componentes muestran una evolución diferente, que es motivo de preocupación en algunos países de la UE, en particular:

- El porcentaje de personas con riesgo de pobreza (AROP) se ha incrementado en un tercio de los Estados miembros en los últimos años: los mayores incrementos durante un período de tres años se produjeron en Luxemburgo (3 puntos porcentuales), el Reino Unido (2,3 puntos porcentuales), los Países Bajos (1,7 puntos porcentuales) y Bélgica (1,5 puntos porcentuales), mientras que se registró un descenso significativo en Grecia, Hungría, Polonia y Portugal de entre 2 y 3 puntos porcentuales en todos los casos.
- Por el contrario, la privación material grave (SMD) ha disminuido en un período de tres años (y también en 2018) en la mayoría de los Estados miembros de la UE; durante un período de tres años, disminuyó más de 13 puntos porcentuales en Bulgaria, mientras que Croacia, Chipre, Grecia, Hungría, Letonia, Malta y Rumanía registraron descensos de 5 puntos porcentuales o más.

[43] El indicador de personas *con riesgo de pobreza o exclusión social (AROPE)* corresponde a la proporción de personas vulnerables en función de, al menos, uno de tres indicadores sociales: 1) *Riesgo de pobreza (AROP)*, que mide la pobreza monetaria en relación con la distribución nacional de ingresos y es el porcentaje de personas con una renta disponible (ajustada en función de la composición del hogar) inferior al 60 % de la mediana nacional; 2) *Privación material grave (SMD)*, que incluye indicadores que tienen que ver con la falta de recursos y representa el porcentaje de personas que sufren al menos cuatro de los nueve elementos de privación, sobre la base de la incapacidad de afrontar determinados tipos de gastos; 3) *Personas que viven en un hogar con muy baja intensidad laboral*, que son aquellas de entre 0 y 59 años de edad que viven en un hogar en el que los adultos (18-59 años) han trabajado menos del 20 % de su potencial de trabajo total durante el último año. El período de referencia de los ingresos para los datos subyacentes a estas medidas es un período fijo de doce meses, como el año natural o el ejercicio fiscal anterior al que se refieren los datos, en el caso de todos los países, excepto el Reino Unido, donde el período de referencia de los ingresos es el año en curso, e Irlanda, donde la encuesta es continua y se recogen datos sobre los ingresos relativos a los últimos doce meses.

- Por último, la recuperación trajo consigo la disminución de la proporción de personas (con edad inferior a 60 años) que viven en hogares de intensidad laboral muy baja en casi todos los países de la UE, excepto en Luxemburgo y Suecia, donde esa proporción aumentó, y en Finlandia, donde se mantuvo estable en los tres años anteriores a 2018. Al mismo tiempo, la pobreza de las personas con empleo aumentó ligeramente hasta el 9,5 % en 2018 en el conjunto de la UE y se mantiene próxima al máximo del 9,6 % de 2016.

4. RESUMEN DE LOS PRINCIPALES RETOS E IMPLICACIONES PARA LA SUPERVISIÓN

El reequilibrio dentro de la zona del euro aún es incompleto, a pesar de que, en la coyuntura económica actual, lograr un reequilibrio tanto de los déficits como de los superávits de la balanza por cuenta corriente es acuciante y sería beneficioso para todos los Estados miembros. Aunque se han corregido la mayoría de los grandes déficits de balanza por cuenta corriente, persisten amplios superávits en algunos países de la zona del euro. La posición de la zona del euro ha evolucionado gradualmente hacia un superávit, que ha empezado a disminuir ligeramente sobre todo debido a una menor demanda de exportaciones a terceros países. Los desequilibrios en términos de stock han empezado a corregirse, pero siguen siendo sustanciales, existiendo algunos países de la zona del euro con una posición de inversión internacional neta (PIIN) aún muy negativa, mientras que otros registran una PIIN muy positiva y creciente. Los costes laborales unitarios se han incrementado en los países acreedores netos más rápidamente que en los países deudores netos, revirtiendo así la evolución observada antes de la crisis financiera. Esta tendencia persiste, pero se ha debilitado en comparación con los primeros años posteriores a la crisis, debido a que la mayor rigidez del mercado laboral en los países deudores netos lleva a mayores subidas salariales en un contexto de atonía de la productividad, mientras que las subidas salariales en los países deudores netos han sido limitadas, incluso tras años de bajo nivel de desempleo. Un reequilibrio simétrico de las balanzas por cuenta corriente contribuiría a superar la coyuntura actual de baja inflación y bajos tipos de interés, al mismo tiempo que respaldaría el crecimiento nominal, lo que, a su vez, favorecería el desapalancamiento y el reequilibrio de las posiciones de endeudamiento neto.

En general, varios Estados miembros se ven confrontados a desequilibrios, por motivos diferentes y en diferente medida. El grado de gravedad de los retos para la estabilidad macroeconómica varía considerablemente de un Estado miembro a otro, en función de la naturaleza y el alcance de las vulnerabilidades y las tendencias insostenibles, y de la manera en que estas interactúan. Las principales fuentes de posibles desequilibrios se combinan de acuerdo con una serie de tipologías, que se resumen como sigue:

- Varios Estados miembros siguen estando principalmente afectados por *factores de vulnerabilidad múltiples e interconectados asociados a problemas de stocks*. Este es normalmente el caso de los países afectados por ciclos crediticios con fluctuaciones extremas, asociadas a reversiones de los saldos de las balanzas por cuenta corriente, que también han tenido implicaciones para el sector bancario y la deuda pública.

    - En el caso de Chipre y Grecia, sus elevados niveles de deuda y sus posiciones de inversión internacional neta ampliamente negativas se añaden a los retos persistentes en el sector financiero, aunque se han observado mejoras en materia de préstamos dudosos y rentabilidad en Chipre, y la disminución de los préstamos dudosos se ha acelerado en Grecia desde 2018, si bien el nivel de estos préstamos sigue siendo muy elevado. En el caso de Grecia, el aumento de la producción potencial es bajo en un contexto de elevado (aunque decreciente) nivel de desempleo.

    - En Croacia, España, Irlanda y Portugal, las vulnerabilidades derivadas de problemas heredados también son significativas, y múltiples, y están interconectadas. En Bulgaria, el endeudamiento de las empresas se añade a la persistencia de problemas en el sector financiero que se están intentando resolver. En esos países, los desequilibrios en términos de stocks han disminuido gracias a la reanudación del crecimiento nominal, estando asociados en algunos casos a la reaparición de fuertes subidas de los precios de la vivienda (en Irlanda y, más recientemente, en

Portugal), así como a la reanudación del incremento de los costes laborales unitarios (CLU) y el estancamiento de los aumentos de competitividad en España y Portugal, y a fuertes incrementos de los CLU en Bulgaria.

- En unos cuantos Estados miembros, las vulnerabilidades están relacionadas principalmente con los *grandes volúmenes de deuda de las administraciones públicas* y con inquietudes en cuanto al *aumento de la producción potencial* y la *competitividad*. Esto ocurre particularmente en Italia, país en el que las vulnerabilidades también están relacionadas con el sector bancario y el gran volumen, aunque rápidamente decreciente, de préstamos dudosos, en un contexto de resultados mediocres del mercado de trabajo. Bélgica y Francia afrontan principalmente un alto nivel de deuda de las administraciones públicas y problemas en materia de crecimiento potencial, también en un contexto de competitividad sometida a presiones. En Francia, el volumen de deuda privada, relativamente elevado, está aumentando. En Bélgica, un nivel de deuda de los hogares relativamente elevado y creciente se combina con una posible sobrevaloración de los precios de la vivienda; la posición exterior se mantiene sólida, pero se ha debilitado un tanto recientemente.

- Algunos Estados miembros se caracterizan por unos *superávits por cuenta corriente amplios y persistentes*, que también reflejan en distinta medida la atonía del consumo privado y la inversión, por encima de lo que justificarían los principales indicadores económicos. Este es el caso, en particular, de Alemania y los Países Bajos. En los Países Bajos, un gran superávit va acompañado de un elevado nivel de deuda de los hogares y un fuerte aumento de los precios de la vivienda; en Alemania también se han observado recientemente presiones sobre los precios de la vivienda, pero los niveles de deuda son relativamente bajos. Los superávits amplios y persistentes pueden reflejar oportunidades de inversión interna y crecimiento desaprovechadas, que tienen sus efectos sobre el resto de la zona del euro en un contexto de persistencia de una inflación por debajo de su objetivo y debilitamiento de la demanda externa.

- En algunos Estados miembros, *la evolución de las variables de precios y costes muestra posibles indicios de recalentamiento, particularmente en lo que se refiere al mercado de la vivienda o al mercado laboral*.

  - En Suecia, y en menor medida en Austria, Dinamarca, Luxemburgo y el Reino Unido, en los últimos años se han observado subidas sostenidas de los precios de la vivienda en un contexto de posibles brechas de sobrevaloración y niveles significativos de deuda de los hogares. Los datos recientes apuntan a cierto ajuste a la baja de los precios y las sobrevaloraciones en Suecia, y a una desaceleración de los precios de la vivienda en los otros casos (excepto en Luxemburgo). Una subida de los precios de la vivienda más fuerte, pero más reciente, ha venido asociada a una menor evidencia de sobrevaloración en Chequia, Eslovaquia, Eslovenia, Hungría y Letonia; en el caso de Chequia y Eslovaquia dicha sobrevaloración se ha observado al mismo tiempo que el mantenimiento del volumen de préstamos hipotecarios por parte de los hogares y el aumento de la deuda de estos. Finlandia no parece caracterizarse por fuertes subidas o una posible sobrevaloración de los precios de la vivienda, sino por una deuda de los hogares elevada y creciente.

  - En Chequia, Eslovaquia, Estonia, Hungría, Letonia, Lituania y Rumanía, los costes laborales unitarios siguen aumentando a un ritmo relativamente rápido, mientras que la competitividad de precios está disminuyendo progresivamente. En los últimos años, el fuerte incremento de los CLU ha venido asociado a una notable reducción del superávit por cuenta corriente en Hungría y a un déficit por cuenta corriente contenido pero persistente en Eslovaquia. En el caso de Rumanía, se ha registrado un incremento de los CLU muy fuerte y persistente, en un contexto

de continuación del deterioro del déficit de la balanza por cuenta corriente y políticas fiscales expansionistas.

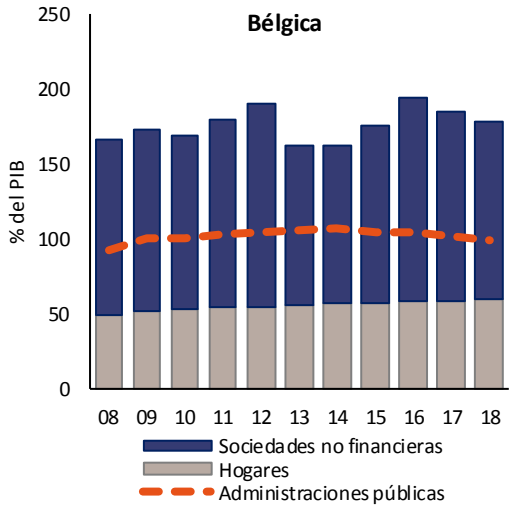
De forma general, está justificada la realización de exámenes exhaustivos relativos a trece Estados miembros: Alemania, Bulgaria, Chipre, Croacia, España, Francia, Grecia, Irlanda, Italia, los Países Bajos, Portugal, Rumanía y **Suecia**. Todos estos Estados miembros fueron sometidos a un examen exhaustivo en el anterior ciclo anual de supervisión del PDM, y se determinó que experimentaban desequilibrios o desequilibrios excesivos. Los nuevos exámenes exhaustivos contribuirán a profundizar en el análisis de esos retos y a evaluar las necesidades de adopción de medidas. En particular, se prepararán exámenes exhaustivos para evaluar si estos desequilibrios se están agravando o se están corrigiendo, con el fin de actualizar las evaluaciones existentes. El presente IMA apunta también a la posible acumulación de riesgos en otros Estados miembros que, partiendo de la información disponible, no parecen requerir un examen exhaustivo por el momento, pero para los que está justificado un estrecho seguimiento, particularmente en los próximos informes por país. Estos riesgos se refieren particularmente a la evolución en materia de competitividad (Chequia, Eslovaquia, Estonia, Hungría, Letonia, y Lituania), y en materia de precios y mercados de la vivienda y deuda de los hogares (Austria, Bélgica, Chequia, Dinamarca, Eslovaquia, Eslovenia, Finlandia, Hungría, Luxemburgo y Reino Unido).

5. DESEQUILIBRIOS, RIESGOS Y AJUSTE: OBSERVACIONES ESPECÍFICAS POR ESTADO MIEMBRO

Bélgica: En el anterior ciclo del PDM, *no se detectaron desequilibrios macroeconómicos* en Bélgica. En el cuadro de indicadores actualizado, algunos indicadores rebasan el umbral indicativo, a saber, la variación del tipo de cambio efectivo real, la deuda privada y la deuda pública.

La balanza por cuenta corriente registró un déficit limitado en 2018, mientras que la posición de inversión internacional neta positiva era elevada. Aunque fue pequeño el aumento de la productividad, el incremento de los costes laborales unitarios se mantuvo contenido al haber sido moderadas las subidas salariales. La variación en tres años del tipo de cambio efectivo real ha seguido aumentando, situándose por encima del umbral, mientras que la variación en un año solo revela una aceleración moderada. Las cuotas en los mercados de exportación se han mantenido globalmente estables. Aunque las cifras están infladas por una financiación intragrupo muy extendida por todo el país, la elevada ratio deuda de las empresas / PIB está disminuyendo. La deuda de los hogares, relacionada principalmente con los préstamos hipotecarios, es relativamente elevada y está aumentando, mientras que los precios reales de la vivienda han seguido aumentando moderadamente en los últimos años y existen indicios de posible sobrevaloración. La deuda pública es elevada y disminuye aunque lentamente. La creación de empleo siguió siendo positiva, habiendo disminuido la tasa de desempleo a un mínimo histórico. La tasa de inactividad es elevada.

Gráfico A1: ***Desglose de la deuda por sectores económicos***



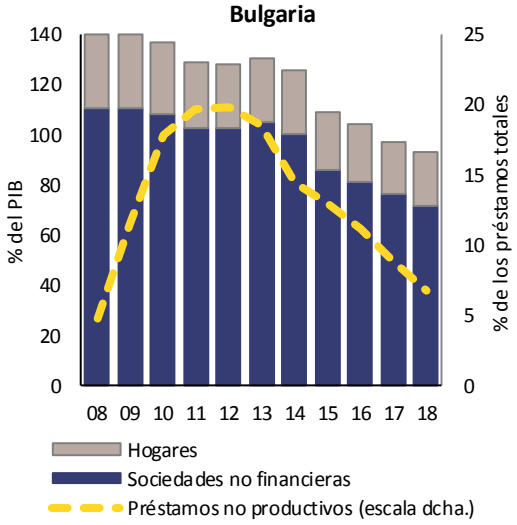
Fuente: Eurostat.

En general, la lectura económica pone de relieve problemas relacionados con la deuda pública, y también con la privada, aunque los riesgos siguen siendo limitados. En conclusión, la Comisión no procederá por el momento a un análisis más exhaustivo en el contexto del PDM.

Bulgaria: En febrero de 2019, la Comisión concluyó que Bulgaria experimentaba *desequilibrios* relacionados en particular con las vulnerabilidades del sector financiero, que iban acompañadas de un elevado nivel de endeudamiento y préstamos dudosos en el sector empresarial. En el cuadro de indicadores actualizado, algunos indicadores rebasan el umbral indicativo, a saber, la PIIN y el incremento de los costes laborales unitarios nominales.

La posición exterior de la economía se reforzó aún más debido al creciente superávit de la balanza por cuenta corriente y la rápida mejora de la posición de inversión

Gráfico A2: ***Deuda privada y préstamos no productivos***



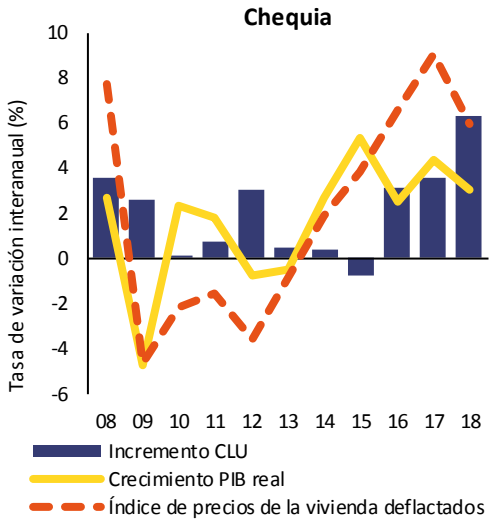
Fuente: Eurostat y BCE.

internacional neta negativa, que se está acercando al umbral. Aunque se han obtenido mejoras acumuladas de las cuotas en los mercados de exportación, la rigidez del mercado laboral y la escasez de mano de obra cualificada han presionado al alza los salarios. Como consecuencia de ello, el incremento de los costes laborales unitarios rebasa significativamente el umbral, circunstancia a la que debe prestarse atención. En un contexto de condiciones económicas y financieras favorables, el sector bancario reforzó globalmente sus ratios de capital y liquidez. La expansión del crédito es robusta y está totalmente financiada por la expansión de la base de depósitos. El volumen de préstamos dudosos sigue disminuyendo, pero se mantiene relativamente elevado en el caso de las empresas no financieras y los bancos de propiedad nacional. Se han introducido y se están introduciendo una serie de medidas encaminadas a reforzar la supervisión bancaria y no bancaria. Sin embargo, existen algunos retos y vulnerabilidades relacionados con los déficits de capital de algunas entidades bancarias y la persistencia de incertidumbre en el sector de seguros. La deuda de las empresas sigue siendo relativamente elevada, aunque ha disminuido sustancialmente. La deuda pública es baja y está disminuyendo. Los precios de la vivienda siguen aumentando, aunque a menor ritmo y en consonancia con los principales indicadores económicos. Los créditos hipotecarios y los permisos de construcción han registrado un fuerte repunte, y su evolución futura requiere especial atención. El desempleo se redujo hasta niveles muy bajos y la tasa de actividad, aunque relativamente baja, sigue aumentando.

En términos generales, la lectura económica pone de relieve problemas relacionados con las vulnerabilidades que persisten en el sector financiero. En conclusión, la Comisión, teniendo en cuenta particularmente los desequilibrios detectados en febrero, considera oportuno examinar más a fondo la persistencia de los desequilibrios o su corrección.

Chequia: En el anterior ciclo del PDM, *no se detectaron desequilibrios macroeconómicos* en Chequia. En el cuadro de indicadores actualizado, algunos indicadores rebasan el umbral indicativo, a saber, el tipo de cambio efectivo real, el incremento de los costes laborales unitarios nominales y la subida de los precios reales de la vivienda.

Gráfico A3: ***PIB, CLU y precios de la vivienda***



Fuente: Eurostat.

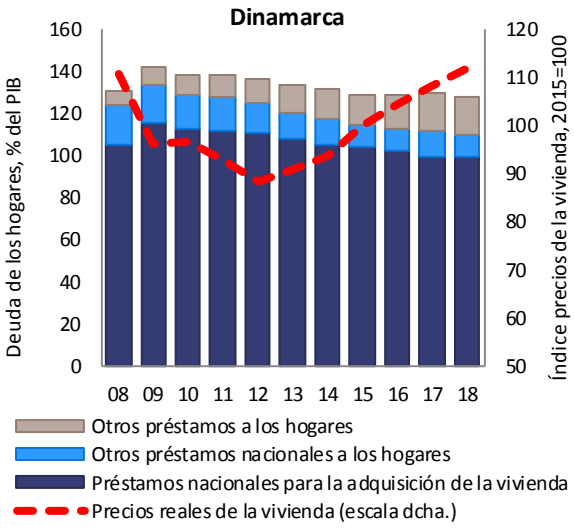
La balanza por cuenta corriente registra un superávit pequeño, pero decreciente, mientras que la posición de inversión internacional neta negativa sigue disminuyendo. La finalización del compromiso en materia de tipo de cambio en abril de 2017 llevó a un aumento del tipo de cambio efectivo real, particularmente en 2018. Los costes laborales unitarios nominales se han incrementado significativamente, debido a las fuertes subidas salariales y a la pronunciada escasez de mano de obra, aunque de cara al futuro se espera una desaceleración. Hasta ahora, se han registrado aumentos de las cuotas en los mercados de exportación. Al mismo tiempo, el país está expuesto a riesgos derivados de la política comercial y de la posible ruptura de las cadenas de valor a nivel mundial. La subida del precio real de la vivienda se ha mantenido a un nivel elevado, aunque registró una desaceleración en 2018 respecto de 2017. Por otra parte, la deuda del sector privado, incluida la de los hogares, se sitúa en un nivel relativamente bajo. El sector bancario es muy robusto, con una proporción de préstamos dudosos muy baja. La deuda pública sigue disminuyendo, dado que el presupuesto público se ha mantenido en

superávit desde 2016. La tasa de desempleo siguió disminuyendo, mientras que se mantenía la gran rigidez del mercado laboral.

En general, la lectura económica pone de relieve problemas relacionados con la competitividad y las presiones en el mercado de la vivienda, aunque los riesgos parecen contenidos en gran medida. En conclusión, la Comisión no procederá por el momento a un análisis más exhaustivo en el contexto del PDM.

Dinamarca: En el anterior ciclo del PDM, *no se detectaron desequilibrios macroeconómicos* en Dinamarca. En el cuadro de indicadores actualizado, algunos indicadores rebasan el umbral indicativo, a saber, el saldo de la balanza por cuenta corriente y la deuda del sector privado.

Gráfico A4: ***Deuda de los hogares e índice de precios de la vivienda***



Fuente: Eurostat y BCE.

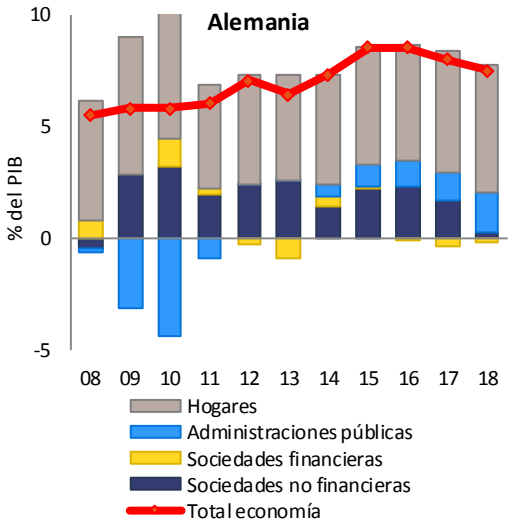
La balanza por cuenta corriente continúa arrojando superávits significativos, aunque decrecientes. El superávit de la balanza por cuenta corriente ha disminuido recientemente, ya que las empresas ahorraron menos e invirtieron más a nivel interno. Los sucesivos superávits han llevado a una posición de inversión internacional neta muy positiva; ello genera ingresos primarios netos positivos, lo que, a su vez, refuerza el superávit de la balanza por cuenta corriente. El incremento de la productividad ha sido moderado, lo cual ha afectado a los indicadores de la competitividad de costes, y se han registrado ciertas pérdidas de cuota en los mercados de exportación. El ahorro de los hogares ha aumentado, reflejando las necesidades de desapalancamiento y las medidas macroprudenciales encaminadas a restringir la contratación de préstamos arriesgados. Al mismo tiempo, la acumulación de deuda sigue estando respaldada por unos bajos costes de financiación y un régimen fiscal favorable. Globalmente, la deuda de los hogares en porcentaje del PIB sigue siendo la más elevada de la UE, a pesar de su tendencia a un lento desapalancamiento. Por otro lado, el endeudamiento de las empresas es moderado. Los precios reales de la vivienda están aumentando a un ritmo continuo, aunque moderado, al tiempo que los indicadores apuntan a cierta sobrevaloración. El mercado de trabajo sigue mejorando y el aumento del empleo se mantiene sólido. La escasez de mano de obra está muy extendida, pero ha disminuido recientemente, lo que ha moderado la presión al alza de los salarios.

En general, la lectura económica pone de relieve problemas asociados al superávit exterior y a la elevada deuda de los hogares, particularmente en el sector de la vivienda, aunque los riesgos parecen limitados. En conclusión, la Comisión no procederá por el momento a un análisis más exhaustivo en el contexto del PDM.

Alemania: En febrero de 2019, la Comisión concluyó que Alemania estaba experimentando *desequilibrios macroeconómicos*, relacionados en particular con sus elevados superávits por cuenta corriente, que reflejan la atonía de la inversión en relación con el ahorro, tanto en el sector privado como

en el público. En el cuadro de indicadores actualizado, algunos indicadores rebasan el umbral indicativo, a saber, el saldo de la balanza por cuenta corriente, el tipo de cambio efectivo real y la deuda pública.

Gráfico A5: ***Capacidad o necesidad neta de financiación por sector***



Fuente: Eurostat.

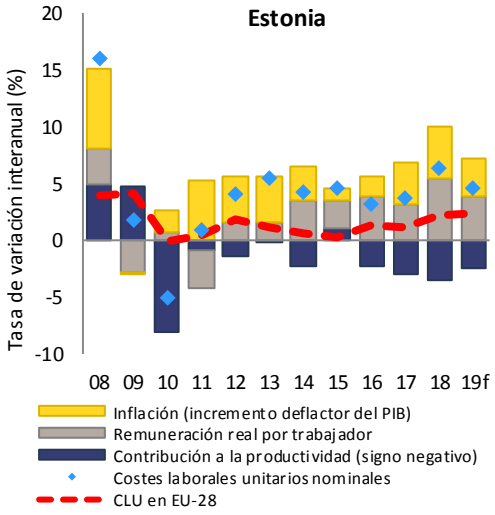
La balanza por cuenta corriente sigue registrando un superávit muy amplio, aunque disminuyó un tanto en 2018. A medida que se debilitaba el comercio exterior, se produjo un desplazamiento hacia un crecimiento más impulsado por la demanda interna. Por consiguiente, se espera que el superávit por cuenta corriente siga disminuyendo, pero que se mantenga a un elevado nivel y lleve a nuevos aumentos de la ya amplia posición de inversión internacional neta. El débil incremento de la productividad contribuyó al aumento de los costes laborales unitarios, y el tipo de cambio efectivo real siguió aumentando. Se ha registrado una aceleración de los salarios nominales, debido especialmente a los efectos de medidas puntuales, en un contexto de rigidez del mercado laboral, y se espera su moderación a corto plazo. La expansión de las exportaciones se desaceleró de forma acusada en 2018, evolución que vino acompañada de pérdidas limitadas de cuota en los mercados de exportación sobre una base anual. Los precios reales de la vivienda y los costes de construcción han aumentado y merecen que se les preste atención, particularmente en relación con las diferencias regionales en los precios y la disponibilidad de vivienda. La inversión en vivienda continúa creciendo, aunque sigue a la zaga de las necesidades en materia de vivienda en las zonas metropolitanas. La expansión del crédito se va potenciando gradualmente. La deuda pública siguió disminuyendo, y se espera que en 2019 caiga por debajo del umbral del 60 % del PIB. Al mismo tiempo, se mantiene el considerable retraso en materia de inversión pública, si bien la inversión viene aumentando desde hace algunos años. El desempleo global, así como el desempleo juvenil y el de larga duración, es muy bajo desde un punto de vista histórico, incluso a pesar de que la situación del mercado laboral ha dejado de registrar nuevas mejoras.

En general, la lectura económica pone de relieve problemas relacionados con la persistencia de superávits de ahorro respecto de la inversión, que se refleja en un superávit de la balanza por cuenta corriente elevado, pero gradualmente decreciente, y subraya la necesidad de proseguir el reequilibrio. En conclusión, la Comisión, teniendo en cuenta particularmente los desequilibrios detectados en febrero, considera conveniente examinar más a fondo la persistencia de los desequilibrios o su corrección.

Estonia: En el anterior ciclo del PDM, *no se detectaron desequilibrios macroeconómicos* en Estonia. En el cuadro de indicadores actualizado, algunos indicadores rebasan el umbral indicativo, a saber, el tipo de cambio efectivo real y el incremento de los costes laborales unitarios nominales.

La balanza por cuenta corriente registra un superávit estable, mientras que la posición de inversión internacional neta negativa ha mejorado. En 2018 se produjo una aceleración del tipo de cambio efectivo real, que situó el indicador por encima del umbral. Los costes laborales unitarios también se han seguido acelerando, impulsados por las presiones de los salarios y los precios internos, particularmente en el sector público, lo que refleja la rigidez del mercado laboral. Ha habido pequeños aumentos de cuota acumulados en los mercados de exportación. Los niveles de empréstito y de endeudamiento del sector público y el sector privado son relativamente bajos. Por otra parte, la deuda del sector privado ha seguido bajando, lo que refleja la persistencia de la dinámica de desapalancamiento. La subida de los precios reales de la vivienda se ha ralentizado hasta alcanzar unos niveles moderados. La rigidez del mercado laboral se refleja en un nivel de desempleo relativamente bajo y en una tasa de actividad muy elevada en el contexto de la UE.

Gráfico A6: ***Desglose de los costes laborales unitarios***



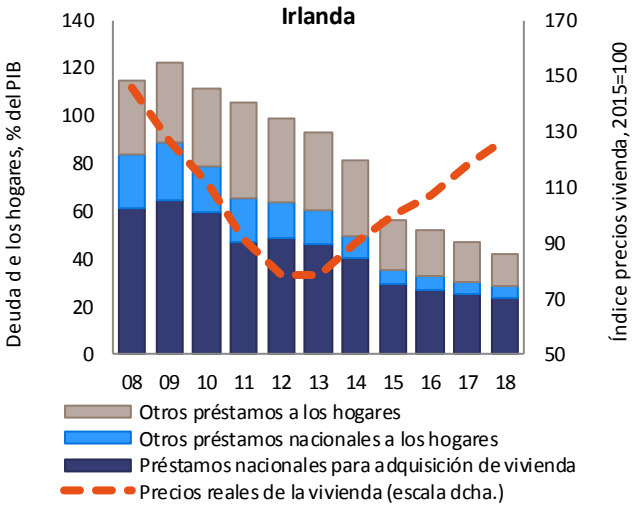
Fuente: servicios de la Comisión.

En general, la lectura económica pone de relieve problemas relacionados con los costes laborales unitarios nominales y el tipo de cambio efectivo real, pero los riesgos parecen limitados. En conclusión, la Comisión no procederá por el momento a un análisis más exhaustivo en el contexto del PDM.

Irlanda: En febrero de 2019, la Comisión llegó a la conclusión de que Irlanda estaba experimentando *desequilibrios macroeconómicos*, relacionados en particular con vulnerabilidades derivadas del gran volumen de deuda pública y privada y de pasivos externos netos. En el cuadro de indicadores actualizado, algunos indicadores rebasan el umbral indicativo, a saber, la posición de inversión internacional neta (PIIN), la deuda privada, la deuda pública y la subida de los precios de la vivienda.

La balanza por cuenta corriente pasó de una situación globalmente equilibrada en 2017 a un amplio superávit en 2018. Esta notable variación refleja principalmente las actividades de las empresas multinacionales. Con una modificación del método de cuantificación del saldo de la balanza por cuenta corriente, para reflejar mejor la actividad económica interna, el superávit sería más pequeño en 2018. La PIIN se mantiene muy negativa, particularmente a causa de las actividades de las empresas multinacionales y la presencia de un gran centro financiero extraterritorial con conexiones limitadas con la economía nacional. Gracias al fuerte crecimiento económico, está disminuyendo la ratio deuda pública / PIB, pero el nivel de deuda sigue siendo elevado. La deuda del sector privado sigue siendo muy elevada, pese a que ha seguido

Gráfico A7: ***Deuda de los hogares e índice de precios de la vivienda***



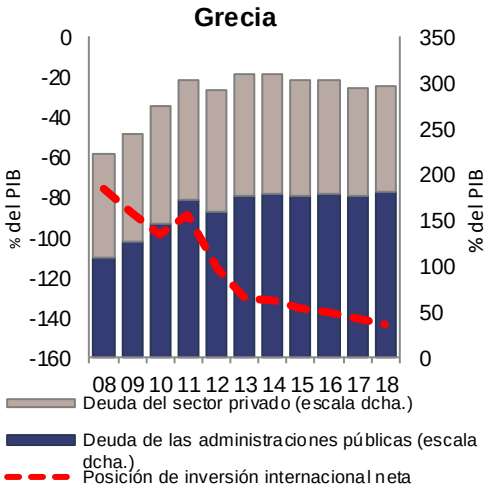
Fuente: Eurostat y BCE.

disminuyendo. Los hogares han continuado el proceso de reducción de su deuda, y los bancos irlandeses han reducido sus exposiciones frente a las empresas nacionales, lo que sugiere que las empresas continúan con su proceso de desapalancamiento. Aunque prosiguió en 2018, la subida de los precios reales de la vivienda sufrió una desaceleración significativa durante dicho año. No obstante, la asequibilidad de la vivienda sigo siendo motivo de preocupación. La ratio de préstamos dudosos ha disminuido constantemente durante los últimos años, y los bancos están bien capitalizados, pero los niveles de provisiones son relativamente bajos. La rentabilidad de los bancos, aunque sigue siendo moderada, está mejorando gradualmente. El desempleo sigue disminuyendo y se acerca a niveles anteriores a la crisis.

De forma global, la lectura económica del cuadro de indicadores pone de relieve aspectos relativos a la inestabilidad de la posición exterior y el volumen de deuda privada y pública, y al mercado de la vivienda. En conclusión, la Comisión, teniendo en cuenta particularmente los desequilibrios detectados en febrero, considera oportuno examinar más a fondo la persistencia de los desequilibrios o su corrección.

Grecia: En febrero de 2019, la Comisión concluyó que Grecia experimentaba *desequilibrios macroeconómicos excesivos*, particularmente en relación con el alto nivel de endeudamiento público, una posición exterior negativa y una alta proporción de préstamos dudosos, en un contexto de alto, aunque decreciente, nivel de desempleo y bajo crecimiento potencial. En el cuadro de indicadores actualizado, algunos indicadores rebasan el umbral indicativo, a saber, la posición de inversión internacional neta (PIIN), la deuda bruta de las administraciones públicas, y la tasa de desempleo.

Gráfico A8: ***PIIN, deuda privada y deuda pública***



Fuente: Eurostat.

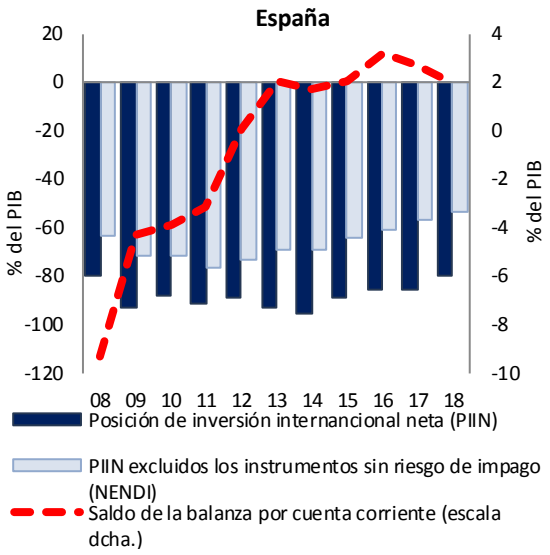
La posición exterior de Grecia, profundamente negativa, está constituida en gran medida por pasivos de deuda netos, particularmente deuda pública externa, en su mayoría poseída por acreedores públicos en condiciones muy favorables. El moderado aumento del PIB nominal y un déficit de la balanza por cuenta corriente que aumentó en 2018 impiden un ajuste más rápido del alto volumen de pasivos externos netos. Los costes laborales unitarios nominales aumentaron en 2018 en el contexto de cierto estancamiento de la productividad de la mano de obra. Las subidas salariales llevaron a un nuevo aumento del tipo de cambio efectivo real, mientras que se obtuvieron aumentos de cuota en los mercados de exportación en 2018 por segundo año consecutivo. La deuda pública es muy elevada, aunque se prevé que disminuya gradualmente en los próximos años, y su sostenibilidad se ve apuntalada por las medidas de reducción de la deuda acordadas por los socios europeos en 2018. Los precios reales de la vivienda volvieron a aumentar en 2018 tras un decenio de disminuciones. El crédito al sector privado disminuyó paralelamente al proceso de desapalancamiento, mientras que se está corrigiendo lentamente el elevado nivel de préstamos dudosos. El desempleo está disminuyendo, pero se mantiene muy elevado, particularmente el desempleo de larga duración y el desempleo juvenil.

En general, la lectura económica pone de relieve problemas relacionados con la elevada deuda pública, la posición de inversión internacional neta negativa y el alto volumen de préstamos dudosos,

en un contexto de elevado desempleo, bajo incremento de la productividad y atonía de la inversión. En conclusión, la Comisión, teniendo en cuenta particularmente los desequilibrios excesivos detectados en febrero, considera conveniente examinar más a fondo la persistencia de riesgos macroeconómicos y supervisar los avances en la corrección de los desequilibrios excesivos.

España: En febrero de 2019, la Comisión concluyó que España estaba experimentando *desequilibrios macroeconómicos*, relacionados en particular con los elevados niveles de deuda interna y externa, tanto pública como privada, en un contexto de elevado desempleo. En el cuadro de indicadores actualizado, algunos indicadores rebasan los umbrales indicativos, a saber, la posición de inversión internacional neta (PIIN), las ratios de deuda pública y deuda privada, la tasa de desempleo y el descenso de la tasa de actividad.

Gráfico A9: ***PIIN y saldo balanza por cuenta corriente***



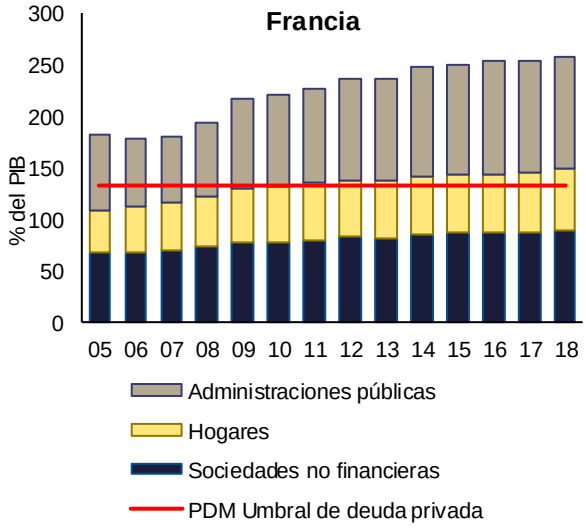
Fuente: servicios Comisión.

La balanza por cuenta corriente ha registrado continuamente un superávit, aunque este disminuyó en 2018. La PIIN negativa ha seguido mejorando, pero se mantiene a un nivel muy elevado. Los costes laborales unitarios nominales han aumentado marginalmente en un contexto de incremento de la productividad próximo a cero. Los aumentos relativos de la competitividad de costes han sido el principal factor de incrementos de competitividad desde la crisis. A pesar de cierto debilitamiento en 2018, debido en parte a factores transitorios, las exportaciones han aumentado moderadamente y las cuotas en los mercados de exportación se ha mantenido globalmente estables. La deuda del sector privado siguió disminuyendo a lo largo de 2018, pero persisten necesidades de desapalancamiento. La disminución de la ratio deuda de las empresas / PIB prosiguió, pero se ha ralentizado debido a una variación ligeramente positiva de los nuevos créditos. Para los hogares, la ratio deuda/PIB ha seguido disminuyendo, aunque la variación del crédito pasó a ser positiva en 2018. Los precios reales de la vivienda han seguido subiendo y la infravaloración parece estar llegando a su fin. En los últimos años, el fuerte crecimiento económico ha sido el principal factor de la reducción del déficit de las administraciones públicas, pero los déficits persistentes implican que la aún elevada ratio de deuda pública no está disminuyendo sino lentamente. El desempleo ha disminuido rápidamente, pero es muy elevado y se sitúa por encima de los niveles anteriores a la crisis, especialmente entre los trabajadores jóvenes y los trabajadores poco cualificados.

En general, la lectura económica pone de relieve problemas relacionados con la sostenibilidad externa, la deuda privada y la deuda pública, en un contexto de elevado desempleo y bajo incremento de la productividad. En conclusión, la Comisión, teniendo en cuenta particularmente los desequilibrios detectados en febrero, considera oportuno examinar más a fondo la persistencia de los desequilibrios o su corrección.

Francia: En febrero de 2019, la Comisión concluyó que Francia estaba experimentando *desequilibrios macroeconómicos*, relacionados en particular con una deuda pública elevada y una atonía de la competitividad en un contexto de bajo incremento de la productividad. En el cuadro de indicadores actualizado, algunos indicadores rebasan el umbral indicativo, a saber, la deuda de las administraciones públicas y la deuda del sector privado.

Gráfico A10: ***Desglose de la deuda por sectores económicos***



Fuente: *Eurostat.*

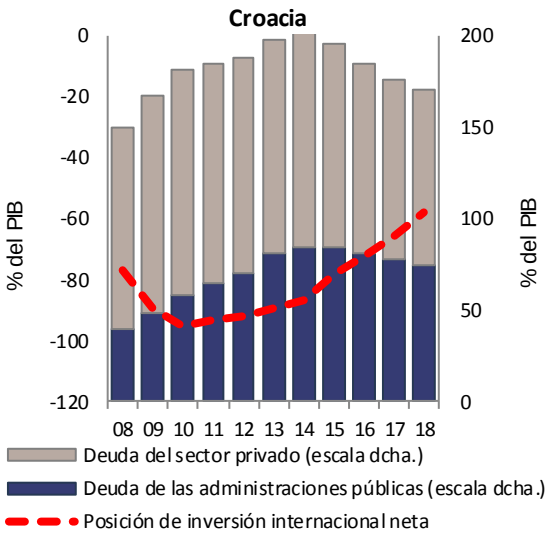
La balanza por cuenta corriente registra un déficit limitado y estable, mientras que la posición de inversión internacional neta es moderadamente negativa. Las cuotas en los mercados de exportación se mantuvieron estables en 2018, tanto sobre una base anual como sobre la base del indicador quinquenal. El aumento de los costes laborales unitarios ha sido limitado e inferior a la media de la zona del euro, aunque el incremento de la productividad laboral ha sido bajo. La deuda pública se estabilizó en 2018 a un nivel máximo, confirmando que el margen de maniobra presupuestario para hacer frente a futuras perturbaciones es reducido. El crédito privado se mantuvo relativamente dinámico, lo que permitió un ligero aumento de la elevada ratio deuda del sector privado / PIB. La deuda de las empresas no financieras fue superior al nivel al que apuntan los principales indicadores económicos, mientras que el endeudamiento de los hogares fue más limitado. Los precios reales de la vivienda han subido a un ritmo moderado pero constante en los últimos años, y persisten indicios de posible sobrevaloración. El sector bancario parece mostrar resiliencia, pero la combinación de las elevadas ratios de deuda pública y de deuda privada puede implicar riesgos. Por otra parte, los bajos tipos de interés actuales pueden afectar a la rentabilidad de los bancos. La tasa de desempleo ha seguido disminuyendo, situándose actualmente por debajo del umbral. Continúa mejorando la situación del desempleo de larga duración y del desempleo juvenil.

En general, la lectura económica pone de relieve problemas relacionados con el elevado endeudamiento y el nivel de competitividad, bajo pero estabilizado, en un contexto de incremento reducido de la productividad. En conclusión, la Comisión, teniendo en cuenta particularmente los desequilibrios detectados en febrero, considera oportuno examinar más a fondo la persistencia de los desequilibrios o su corrección.

Croacia: En febrero de 2019, la Comisión concluyó que Croacia estaba experimentando *desequilibrios macroeconómicos*, relacionados, en particular, con los altos niveles de la deuda pública, privada y externa en un contexto de bajo crecimiento potencial. En el cuadro de indicadores actualizado, algunos indicadores rebasan los umbrales indicativos, a saber, la posición de inversión internacional neta (PIIN), la deuda pública, la tasa de desempleo y el descenso de la tasa de actividad.

La PIIN negativa se ha reducido significativamente en consonancia con los continuos superávits de la balanza por cuenta corriente, pero sigue siendo amplia. Los costes laborales unitarios pasaron a aumentar en 2018 paralelamente a un incremento de la productividad muy bajo. Desde 2013 se han registrado continuos aumentos de cuota en los mercados de exportación, pero están disminuyendo. La deuda pública es elevada, aunque sigue una tendencia decreciente, favorecida por los pequeños superávits presupuestarios. La deuda de los hogares y las empresas sigue disminuyendo, pero se mantiene relativamente elevada. En general, una parte sustancial de la deuda está denominada en moneda extranjera, lo que genera riesgos de cambio. Aunque la moderada expansión del crédito contribuye a la reducción de los niveles de deuda privada, es motivo de preocupación la mayor utilización de préstamos en efectivo para fines no específicos por parte de los hogares. Al mismo tiempo, el sector financiero se ve lastrado por unos niveles de préstamos dudosos elevados, aunque decrecientes, y ciertas exposiciones en divisas. La tasa de desempleo ha disminuido rápidamente, pero se mantiene relativamente elevada. La tasa de actividad se sitúa persistentemente en un nivel bajo, al tiempo que disminuye el volumen de población en edad de trabajar. Ello, agravado por el bajo incremento de la productividad, especialmente en el caso de una economía como la croata en proceso de aproximación, frena el crecimiento potencial.

Gráfico A11: ***PIIN, deuda privada y deuda pública***



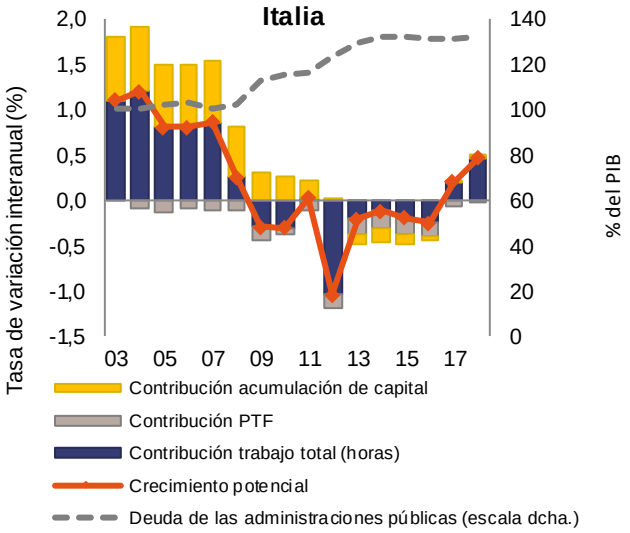
Fuente: Eurostat.

En general, la lectura económica pone de relieve problemas relacionados con el volumen de pasivos externos y de deuda pública y privada, y con el alto volumen de préstamos dudosos, en un contexto de persistencia de un elevado nivel de desempleo y de bajo incremento de la productividad. En conclusión, la Comisión, teniendo en cuenta particularmente los desequilibrios detectados en febrero, considera oportuno examinar más a fondo la persistencia de los desequilibrios o su corrección.

Italia: En febrero de 2019, la Comisión concluyó que Italia estaba experimentando *desequilibrios macroeconómicos excesivos*, relacionados, en particular, con los riesgos derivados del muy alto nivel de deuda pública y la prolongada atonía de la productividad, en un contexto de persistencia del alto volumen de préstamos dudosos y del alto nivel de desempleo. En el cuadro de indicadores actualizado, la deuda pública y la tasa de desempleo siguen rebasando el umbral indicativo.

La posición exterior es estable, ya que la posición de inversión internacional neta esta próxima al equilibrio y la balanza por cuenta corriente registra un superávit. Una parte del superávit de la balanza por cuenta corriente está relacionada con la moderada demanda interna y las bajas subidas salariales. El estancamiento del aumento de la productividad afecta a la competitividad distinta de la competitividad de costes y al aumento del PIB potencial, lo que, a su vez, frena el proceso de reducción del endeudamiento del sector público. El bajo incremento de la productividad se debe a los bajos niveles de inversión e innovación, a un entorno empresarial poco propicio, a las restricciones financieras, a la falta de mano de obra altamente cualificada y a movimientos de la mano de obra entre sectores. El aumento de los costes laborales unitarios es limitado, y las cuotas en los mercados de exportación son globalmente estables. La ratio deuda pública / PIB aumentó en 2018, y existe el riesgo de que siga aumentando en 2019 debido a unas perspectivas económicas poco favorables y al deterioro del saldo primario. En cuanto a los aspectos positivos, los rendimientos de la deuda soberana han disminuido sustancialmente. El saneamiento de los balances de los bancos ha avanzado notablemente al haberse reducido el volumen de préstamos dudosos, pero la financiación a las empresas no financieras sigue a un bajo nivel. Persisten las vulnerabilidades del sector financiero, particularmente en el caso de los bancos pequeños y medianos, que mantienen grandes volúmenes de préstamos dudosos herencia del pasado y están más expuestos a los riesgos de la deuda soberana que los bancos más grandes. Los niveles de desempleo y empleo han evolucionado favorablemente. Sin embargo, el desempleo se mantiene a un nivel elevado, sobre todo el desempleo juvenil y el de larga duración, mientras que la tasa de actividad, particularmente la de las mujeres, sigue siendo baja, lo que plantea riesgos de empleabilidad y crecimiento de cara al futuro.

Gráfico A12: ***Crecimiento potencial y deuda pública***



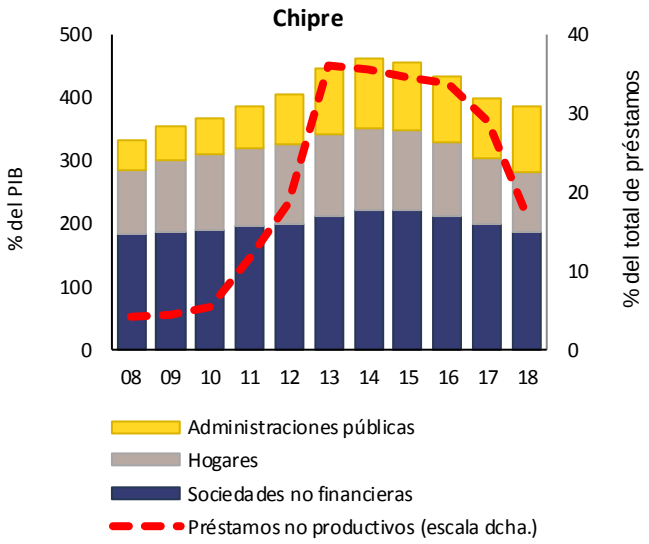
Fuente: Servicios de la Comisión.

En general, la lectura económica pone de relieve problemas relacionados con el alto nivel de deuda pública, el débil incremento de la productividad y los mediocres resultados del mercado de trabajo, y las vulnerabilidades del sector bancario, lo que contribuye a un bajo crecimiento potencial, que, a su vez, frena el proceso de reducción del endeudamiento del sector público. En conclusión, la Comisión, teniendo en cuenta particularmente los desequilibrios excesivos detectados en febrero, considera oportuno examinar más a fondo la persistencia de riesgos macroeconómicos y supervisar los avances en la corrección de los desequilibrios excesivos.

Chipre: En febrero de 2019, la Comisión concluyó que Chipre experimentaba *desequilibrios macroeconómicos excesivos*, relacionados en particular con una proporción de préstamos dudosos muy elevada y unos altos niveles de deuda privada, pública y externa en un contexto de persistencia de un nivel de desempleo relativamente alto y débil crecimiento potencial. En el cuadro de indicadores actualizado, algunos indicadores siguen rebasando el umbral indicativo, a saber, el saldo de la balanza por cuenta corriente, la posición de inversión internacional neta (PIIN), la deuda del sector privado, la deuda pública y la tasa de desempleo.

El saldo de la balanza por cuenta corriente se mantuvo significativamente negativo en 2018, lo que refleja una fuerte demanda interna y un ahorro negativo por parte de los hogares. La dinámica de la balanza por cuenta corriente no es propicia para garantizar una posición de inversión internacional neta prudente, incluso teniendo en cuenta la presencia de entidades con fines especiales. El aumento de los costes laborales unitarios fue limitado, y las cuotas en los mercados de exportación se mantuvieron estables en 2018. El nivel de endeudamiento privado es uno de los mayores de la UE, tanto el de los hogares como el de las empresas, y los flujos de crédito siguen siendo positivos. La ratio de préstamos dudosos del sector bancario disminuyó significativamente en 2018, pero se mantiene a un nivel muy elevado. El apoyo estatal con ocasión de la venta del Banco Cooperativo de Chipre provocó un aumento puntual de la deuda pública en 2018. De cara al futuro, se espera que la deuda reanude su tendencia decreciente gracias a la continuación de una ejecución presupuestaria favorable. El desempleo sigue disminuyendo, y se espera que mantenga esta tendencia en un contexto de sólido crecimiento económico.

Gráfico A13: ***Deuda y préstamos no productivos***



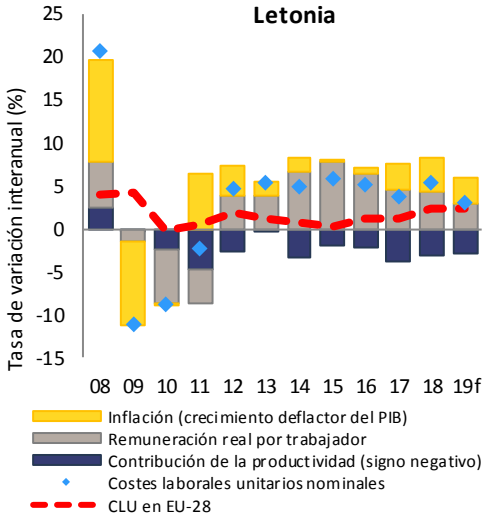
Fuente: Eurostat y BCE.

En general, la lectura económica pone de relieve problemas relativos a la sostenibilidad de la deuda externa, a la deuda pública y privada, y a la existencia de vulnerabilidades en el sector financiero. En conclusión, la Comisión, teniendo en cuenta particularmente los desequilibrios excesivos detectados en febrero, considera conveniente examinar más a fondo la persistencia de riesgos macroeconómicos y supervisar los avances en la corrección de los desequilibrios excesivos.

Letonia: En el anterior ciclo del PDM, *no se detectaron desequilibrios macroeconómicos* en Letonia. En el cuadro de indicadores actualizado, algunos indicadores rebasan el umbral indicativo, a saber, la posición de inversión internacional neta (PIIN), el aumento de los costes laborales unitarios y la subida de los precios reales de la vivienda.

La balanza por cuenta corriente se deterioró en 2018, pasando a registrar un pequeño déficit, pero la PIIN negativa, que reflejaba principalmente la deuda pública y las inversiones extranjeras directas, siguió mejorando a un ritmo relativamente rápido. Los indicadores de la competitividad de costes parecen debilitarse, ya que aumentó el tipo de cambio efectivo real y los costes laborales unitarios siguieron aumentando a una tasa relativamente alta como consecuencia de las continuas subidas salariales. Se

Gráfico A14: ***Desglose de los costes laborales unitarios***



Fuente: Servicios de la Comisión.

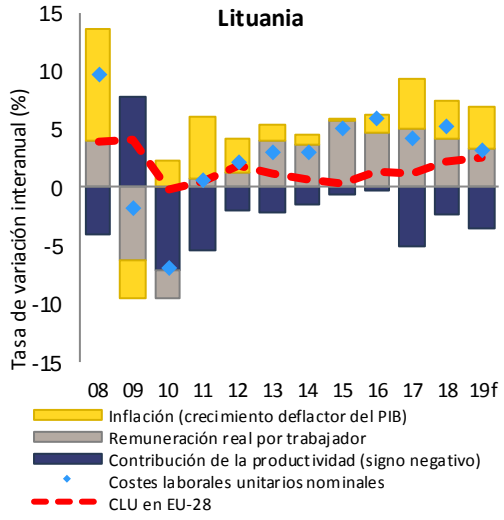
espera que las presiones sobre los salarios persistan debido a la contracción del volumen de mano de obra. El aumento de cuotas en los mercados de exportación ha disminuido, pero los aumentos acumulados siguen siendo positivos. La subida de los precios reales de la vivienda muestra dinamismo y se aceleró un tanto en 2018; esta circunstancia requiere que se preste atención a las presiones existentes en el mercado de la vivienda, incluso aunque aún no se perciban indicios claros de sobrevaloración en dicho mercado. Prosigue el proceso de reducción de la deuda privada, ya que la expansión del crédito sigue siendo moderada, mientras que el nivel de deuda pública es bajo y está disminuyendo moderadamente. En cuanto al mercado laboral, continúa reduciéndose el nivel de desempleo y la tasa de actividad ha seguido aumentando.

En general, la lectura económica pone de relieve problemas relacionados con las presiones por el lado de la oferta de mano de obra y con la competitividad de costes, pero los riesgos parecen limitados. La Comisión no procederá por el momento a un análisis más exhaustivo en el contexto del PDM.

Lituania: En el anterior ciclo del PDM, *no se detectaron desequilibrios macroeconómicos* en Lituania. En el cuadro de indicadores actualizado, algunos indicadores rebasan el umbral indicativo, a saber, el tipo de cambio real y el aumento de los costes laborales unitarios nominales.

La balanza por cuenta corriente se encuentra equilibrada globalmente, mientras que la PIIN, que refleja principalmente la deuda pública y las IED, ha seguido mejorando, situándose actualmente por debajo del umbral. Los costes laborales unitarios han seguido aumentando a tasas relativamente elevadas impulsados por las grandes subidas salariales, que reflejan la rigidez del mercado laboral y algunas modificaciones de la regulación, cabiendo destacar una subida relativamente rápida del salario mínimo desde 2016. Por otro lado, el tipo de cambio efectivo real aumentó de forma relativamente significativa en 2018, llegando a rebasar el umbral. No obstante, de cara al futuro, los riesgos parecen mitigados, ya que se está moderando las subidas de los salarios nominales, mientras que el incremento de la productividad se mantiene adecuado. Los aumentos de cuota en los mercados de exportación han continuado a buen ritmo. La deuda pública y la deuda privada siguen registrando unos niveles relativamente bajos y estables, y se observan aumentos del flujo de crédito. Las subidas de los precios reales de la vivienda han sido acusadas, pero se mantienen por debajo del umbral del cuadro de indicadores. El desempleo se mantiene reducido.

Gráfico A15: ***Desglose de los costes laborales unitarios***

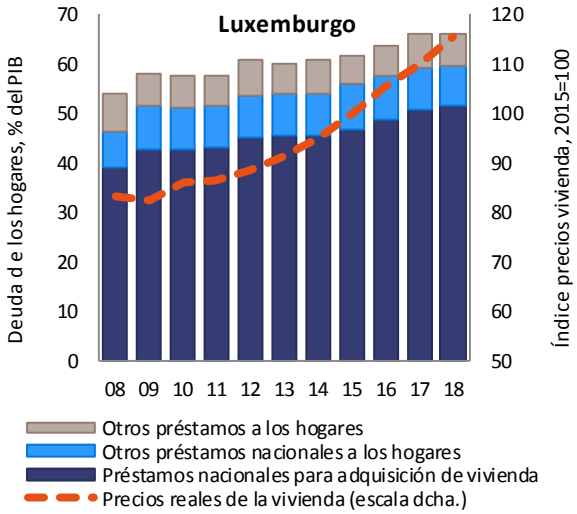


Fuente: Servicios de la Comisión.

En general, la lectura económica pone de relieve problemas relativos a la competitividad de costes, pero los riesgos parecen limitados por el momento. La Comisión no procederá por el momento a un análisis más exhaustivo en el contexto del PDM.

Luxemburgo: En el anterior ciclo del PDM, *no se detectaron desequilibrios macroeconómicos* en Luxemburgo. En el cuadro de indicadores actualizado, la deuda del sector privado rebasa su umbral indicativo.

Gráfico A16: ***Deuda de los hogares e índice de precios de la vivienda***



Fuente: Eurostat y BCE.

La posición exterior se caracteriza por unos superávits de la balanza por cuenta corriente globalmente estables y una posición de inversión internacional neta positiva. Los aumentos de cuota en los mercados de exportación acumulados se han reducido, mientras que el aumento de los costes laborales unitarios ha sido relativamente pronunciado. Durante muchos años consecutivos, los precios reales de la vivienda han seguido subiendo a un ritmo relativamente elevado, y requieren especial atención. Estas subidas han estado respaldadas por el dinamismo del mercado laboral, junto con la magnitud de los flujos migratorios netos y unas condiciones financieras favorables, mientras que la oferta se ha mantenido relativamente limitada. El alto endeudamiento de las empresas está relacionado principalmente con los préstamos internacionales intraempresa. La deuda de los hogares, que consiste principalmente en deuda hipotecaria, ha alcanzado niveles relativamente elevados, lo que refleja la subida de los precios de la vivienda. No obstante, los riesgos para la estabilidad financiera del país se ven mitigados por la solidez del sector bancario. Por otra parte, el mercado laboral es robusto, con una fuerte creación de empleo y un desempleo que se está estabilizando a unos niveles relativamente bajos. La deuda pública se mantiene a un nivel muy bajo.

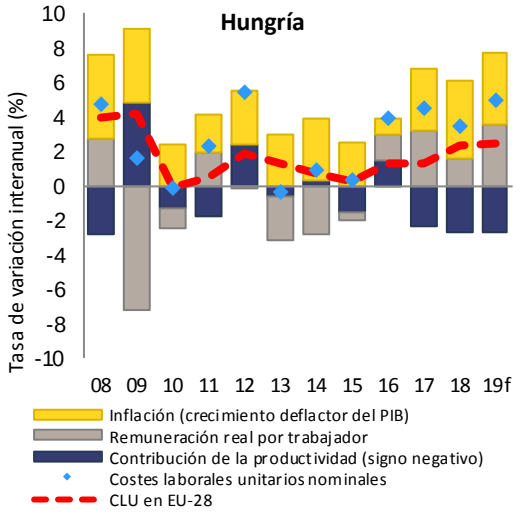
En general, la lectura económica apunta fundamentalmente a problemas relacionados con unos precios de la vivienda y una deuda de los hogares en aumento, si bien los riesgos parecen limitados por el momento. En conclusión, la Comisión no procederá por el momento a un análisis más exhaustivo en el contexto del PDM.

Hungría: En el anterior ciclo del PDM, *no se detectaron desequilibrios macroeconómicos* en Hungría. En el cuadro de indicadores actualizado, algunos indicadores se sitúan por encima del umbral indicativo, a saber, la posición de inversión internacional neta (PIIN), el aumento de los costes laborales unitarios, la subida de los precios reales de la vivienda y la deuda pública.

Se observa una mejora sostenida de la PIIN negativa, pero el superávit de la balanza por cuenta corriente está mermando debido a la fuerte expansión de las importaciones. Los riesgos derivados de las presiones de la demanda interna requieren atención. El aumento de los costes laborales unitarios ha sido muy dinámico, ya que los incrementos de productividad se mantienen por debajo de las importantes subidas salariales, favorecidas por la rigidez del mercado laboral y por medidas administrativas. El aumento del tipo de cambio efectivo real se ha visto atenuado hasta la fecha por una depreciación gradual de la moneda. Aun así, las perturbaciones temporales sufridas en el sector del automóvil y en su cadena de valor han puesto fin al aumento de cuota en los mercados de exportación en los últimos años, y el importante papel de este sector puede representar un riesgo a largo plazo. Los precios reales de la

vivienda continuaron subiendo rápidamente. Aunque está aumentando el volumen de nuevos préstamos, sigue disminuyendo el porcentaje que representa la deuda privada en el PIB debido a la amortización gradual del volumen de préstamos. La deuda pública está disminuyendo, aunque lentamente debido a la orientación procíclica de la política fiscal en los últimos años. En 2018 siguió disminuyendo el desempleo, mientras que se mantenía la rigidez del mercado laboral.

Gráfico A17: ***Desglose de los costes laborales unitarios***



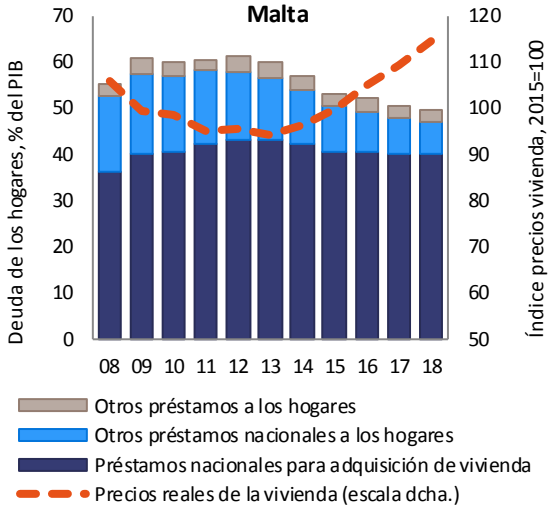
Fuente: Servicios de la Comisión.

En general, la lectura económica pone de relieve problemas relacionados con los costes laborales unitarios, el mercado de la vivienda y los posibles riesgos derivados de la dependencia respecto del sector del automóvil. Sin embargo, los riesgos a corto plazo parecen limitados. En conclusión, la Comisión continuará realizando un seguimiento de la situación, pero por el momento no considera necesario proceder a un análisis más exhaustivo en el contexto del PDM.

Malta: En el anterior ciclo del PDM, *no se detectaron desequilibrios macroeconómicos* en Malta. En el cuadro de indicadores actualizado, el indicador de superávit de la balanza por cuenta corriente rebasa su umbral indicativo.

El superávit de la balanza por cuenta corriente se mantuvo muy elevado en 2018, a un nivel similar al de 2017. La posición de inversión internacional neta disminuyó marginalmente, pero se mantiene muy positiva, lo que refleja la presencia de un sector de juegos de azar en línea y una actividad financiera de orientación internacional. La evolución moderada de los salarios es el principal factor que explica la moderación continuada de los aumentos de los costes laborales unitarios nominales. El tipo de cambio efectivo real aumentó ligeramente. La deuda del sector privado siguió disminuyendo en 2018, gracias principalmente al fuerte aumento del PIB nominal. Aunque el flujo de crédito al sector no financiero está aumentando, el crédito a los hogares se mantuvo globalmente estable hasta 2018. La ratio deuda pública / PIB siguió reduciéndose. Las constantes subidas de los precios de la vivienda se aceleraron un tanto en 2018, aunque todavía no se observan indicios claros de sobrevaloración. Los pasivos del sector financiero disminuyeron en 2018, y, habida cuenta de las reservas de capital existentes, no existen indicios evidentes de fragilidad en el sector bancario. El mercado laboral sigue teniendo un buen

Gráfico A18: ***Deuda de los hogares e índice de precios de la vivienda***



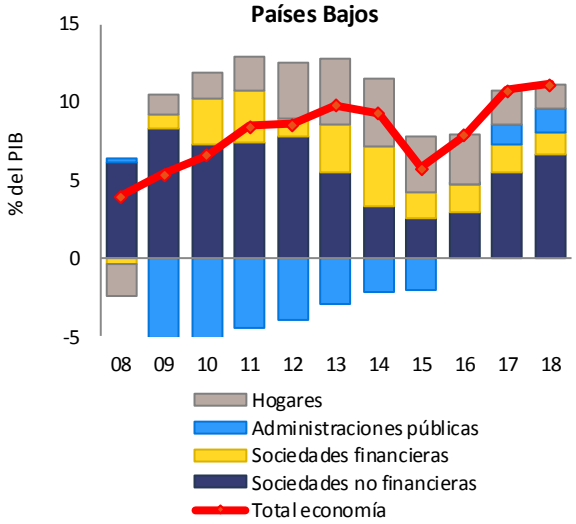
Fuente: Eurostat y BCE.

comportamiento, con una disminución del desempleo, incluido el de larga duración, y unas tasas de actividad crecientes.

En general, la lectura económica apunta a un superávit de la balanza por cuenta corriente muy elevado y a una subida de los precios de vivienda relativamente dinámica, mientras que los riesgos parecen limitados por el momento. En conjunto, la Comisión no considera necesario proceder por el momento a un análisis más exhaustivo en el contexto del PDM.

Países Bajos: En febrero de 2019, la Comisión concluyó que los Países Bajos registraban *desequilibrios macroeconómicos*, particularmente en relación con el alto nivel de deuda privada y el amplio superávit de la balanza por cuenta corriente. En el cuadro de indicadores actualizado, algunos indicadores rebasan el umbral indicativo, a saber, el saldo de la balanza por cuenta corriente, la deuda del sector privado y la subida de los precios reales de la vivienda.

Gráfico A19: ***Capacidad o necesidad neta de financiación por sector***



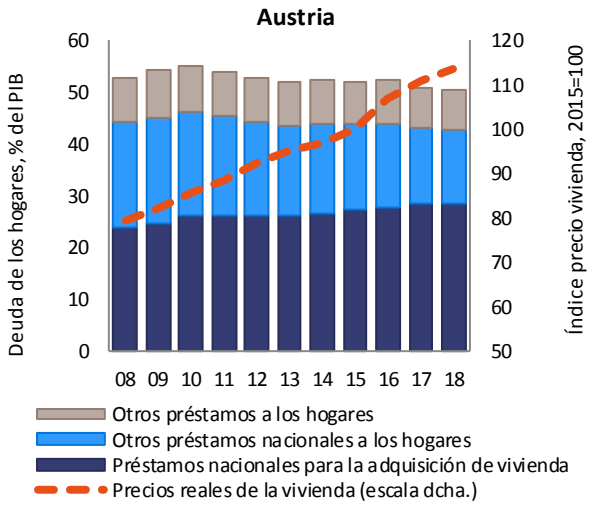
Fuente: Eurostat.

El superávit por cuenta corriente actual es muy elevado y se mantiene muy por encima del umbral indicativo. Todos los sectores económicos —hogares, sector público y empresas— contribuyen al superávit. Su aumento en los últimos años estuvo impulsado principalmente por las empresas no financieras, con un exceso de ahorro derivado de la relativamente elevada rentabilidad de las empresas y una tasa de inversión interna relativamente baja. El aumento de los costes laborales unitarios ha sido limitado ya que, las subidas salariales, aunque se han reanudado, se mantienen moderadas, mientras que la productividad ha dejado de aumentar. La ratio deuda privada / PIB sigue disminuyendo gradualmente, pero se mantiene muy por encima del umbral del cuadro de indicadores. El alto nivel de deuda de las empresas se debe principalmente al volumen de deuda intragrupo de las multinacionales. En particular, la deuda de los hogares es muy elevada, lo que está asociado principalmente al favorable régimen fiscal aplicable a los préstamos hipotecarios solicitados para viviendas ocupadas por su propietario y a un mercado del alquiler que no funciona de forma óptima. Aunque la proporción que representa la deuda de los hogares en el PIB está siguiendo una tendencia decreciente, la deuda nominal continuó aumentando en 2018 a medida que se aceleraba la recuperación del mercado de la vivienda. Como consecuencia de ello, la subida de los precios reales de la vivienda aumentó en 2018 y alcanzó un nivel superior al umbral del cuadro de indicadores. La ratio de deuda pública es relativamente baja y está disminuyendo. El desempleo también se ha reducido, al tiempo que se ha producido un fuerte aumento del empleo.

En general, la lectura económica pone de relieve la existencia de problemas relativos al elevado nivel de deuda de los hogares, relacionado a su vez con el mercado de la vivienda y al amplio superávit de ahorro nacional. En conclusión, la Comisión, teniendo en cuenta particularmente los desequilibrios detectados en febrero, considera oportuno examinar más a fondo la persistencia de los desequilibrios o su corrección.

Austria: En el anterior ciclo del PDM, *no se detectaron desequilibrios macroeconómicos* en Austria. En el cuadro de indicadores actualizado, el indicador de deuda pública rebasa su umbral indicativo.

Gráfico A20: ***Deuda de los hogares e índice de precios de la vivienda***



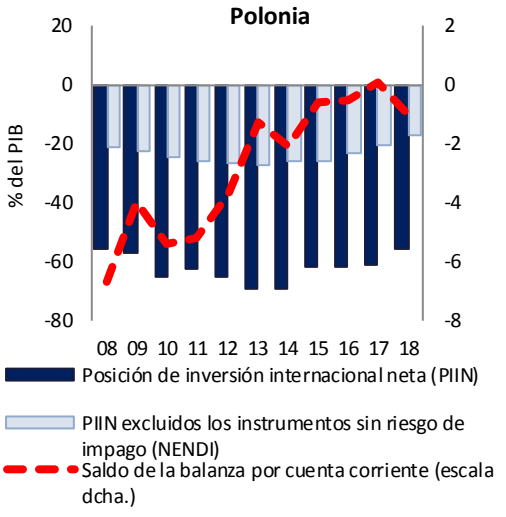
Fuente: Eurostat y BCE.

El superávit de la balanza por cuenta corriente se mantuvo moderado y globalmente estable en 2018, y la posición de inversión internacional neta se mantuvo marginalmente positiva. Ha habido ciertos aumentos de cuota en los mercados de exportación. Los costes laborales unitarios se incrementaron —ya que los salarios aumentaron más que la productividad—, pero fueron, en general, relativamente limitados. Los precios reales de la vivienda continuaron su tendencia al alza, si bien prosiguió su desaceleración. Aunque esta situación justifica un seguimiento, las subidas de precios no parecen estar impulsadas por la evolución del crédito. Por su parte, las ratios de deuda de las empresas y de los hogares siguen disminuyendo. Asimismo, la deuda pública siguió su tendencia a la baja como consecuencia del fuerte crecimiento económico y la liquidación en curso de los activos de entidades financieras nacionalizadas. La situación del sector bancario siguió mejorando, particularmente como consecuencia de la recuperación de los países vecinos. En estas condiciones económicas favorables y con un fuerte aumento del empleo, la tasa de desempleo disminuyó considerablemente.

En general, la lectura económica pone de relieve la existencia de problemas relacionados con el sector de la vivienda, pero los riesgos parecen limitados. En conclusión, la Comisión no considera necesario proceder por el momento a un análisis más exhaustivo en el contexto del PDM.

Polonia: En el anterior ciclo del PDM, *no se detectaron desequilibrios macroeconómicos* en Polonia. En el cuadro de indicadores actualizado, la posición de inversión internacional neta (PIIN) rebasa el umbral indicativo.

Gráfico A21: ***PIIN y saldo de la balanza por cuenta corriente***



Fuente: Servicios de la Comisión.

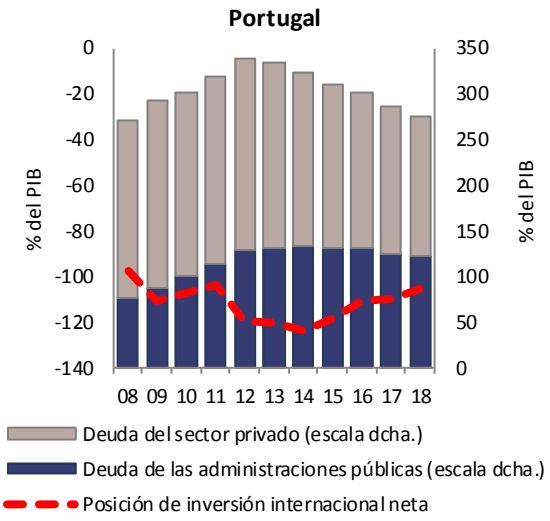
El saldo de la balanza por cuenta corriente pasó de un pequeño superávit en 2017 a un ligero déficit en 2018, mientras que la PIIN negativa se redujo ostensiblemente, aunque seguía rebasando el umbral. La vulnerabilidad exterior se ve limitada por el hecho de que las inversiones extranjeras directas representan una gran parte de los pasivos externos. En 2018 se registraron nuevos aumentos de cuota en los mercados de exportación. Los costes laborales unitarios nominales aumentaron a un ritmo moderado, ya que las importantes subidas salariales se vieron contrarrestadas por fuertes aumentos de la

productividad. La subida de los precios de la vivienda se intensificó en 2018, pero se mantuvo por debajo del umbral, aunque próxima a dicho valor. La ratio deuda del sector privado / PIB se mantuvo globalmente estable en 2018. La deuda de las administraciones públicas, medida en porcentaje del PIB, siguió reduciéndose desde niveles ya relativamente bajos como consecuencia del rápido aumento del PIB nominal y un bajo déficit global. El sector bancario está relativamente bien capitalizado, tiene liquidez y es rentable, aunque el volumen de préstamos denominados en moneda extranjera, decreciente pero todavía considerable, sigue constituyendo un factor de vulnerabilidad. Prosiguió la favorable situación del mercado laboral, con el consiguiente descenso de la tasa de desempleo hasta un nivel muy bajo.

En general, la lectura económica pone de relieve la existencia de problemas relacionados con la posición de inversión internacional neta, aunque los riesgos son limitados. Así pues, la Comisión no considera necesario proceder por el momento a un análisis más exhaustivo en el contexto del PDM.

Portugal: En febrero de 2019, la Comisión llegó a la conclusión de que Portugal estaba experimentando *desequilibrios macroeconómicos*, relacionados en particular con el gran volumen de pasivos externos netos y de deuda pública y privada, y una elevada proporción de préstamos dudosos, en un contexto de bajo incremento de la productividad. En el cuadro de indicadores actualizado, algunos indicadores rebasan el umbral indicativo, a saber, la posición de inversión internacional neta (PIIN), la deuda pública, la deuda privada y la subida de los precios reales de la vivienda.

Gráfico A22: ***PIIN, deuda privada y deuda pública***



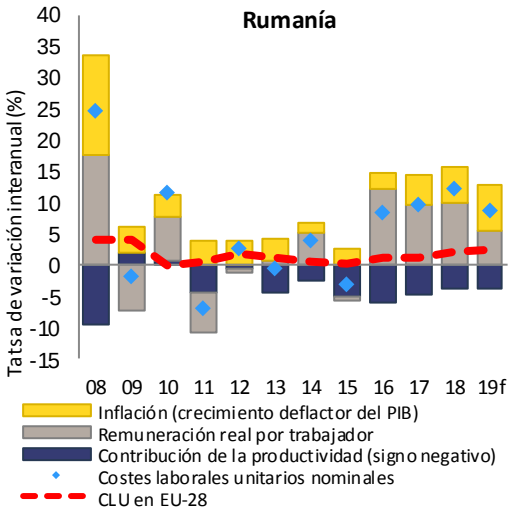
Fuente: Eurostat.

La posición exterior es vulnerable, ya que la PIIN es muy negativa y el ritmo de ajuste es muy lento, mientras que se ha deteriorado el saldo de la balanza por cuenta corriente. La competitividad de precios se ha deteriorado ligeramente en los últimos años debido al aumento de los costes laborales unitarios, mientras que los exportadores siguen aumentando sus cuotas de mercado, aunque a un ritmo decreciente. La productividad de la mano de obra se mantiene baja y se prevé su mejora sea solo marginal en los próximos años, lo que dificultaría el proceso de aproximación del país a las economías más avanzadas de la zona del euro. Prosigue la reducción del endeudamiento del sector privado, aunque los niveles de deuda son relativamente elevados, tanto para las empresas como para los hogares. Se prevé que, aunque todavía sigue a un nivel muy elevado, la deuda pública mantenga una trayectoria de descenso gradual. Está aumentando la resiliencia del sector bancario, aunque el volumen de préstamos dudosos sigue siendo motivo de preocupación, y ello a pesar de su disminución sustancial en 2017 y 2018. Los precios de la vivienda siguen subiendo a fuerte ritmo, habiéndose registrado una aceleración particularmente en los segmentos de mercado afectados por actividades relacionadas con el turismo. Sin embargo, el volumen de préstamos hipotecarios es en términos generales estable, y las actividades de construcción se van ajustando gradualmente a la demanda. El mercado de trabajo ha seguido mejorando, y la tasa de desempleo se encuentra ahora por debajo del umbral.

En general, la lectura económica pone de relieve problemas relacionados con los desequilibrios en las variables de stock, particularmente, la deuda externa, la deuda pública y la deuda privada, las vulnerabilidades del sector bancario y el débil aumento de la productividad. En conclusión, la Comisión, teniendo en cuenta particularmente los desequilibrios detectados en febrero, considera oportuno examinar más a fondo la persistencia de los desequilibrios o su corrección.

Rumanía: En febrero de 2019, la Comisión concluyó que Rumanía experimentaba *desequilibrios macroeconómicos*, relacionados en particular con el riesgo de pérdidas de competitividad de costes, el continuo deterioro de la posición exterior y los riesgos para la estabilidad financiera. En el cuadro de indicadores actualizado, dos indicadores rebasan el umbral, a saber, la posición de inversión internacional neta (PIIN) y el aumento de los costes laborales unitarios nominales.

Gráfico A23: ***Desglose de los costes laborales unitarios***



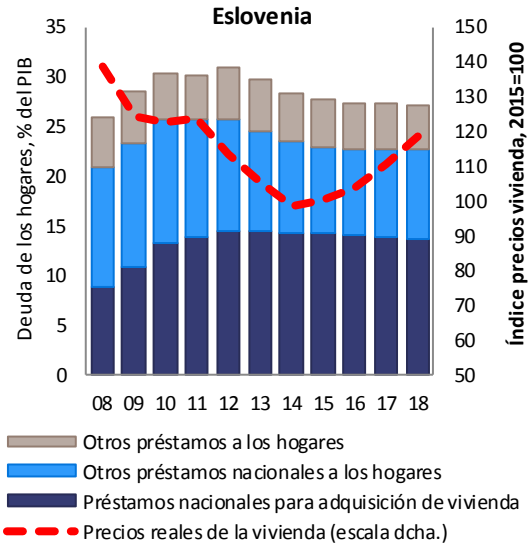
Fuente: Servicios de la Comisión.

En 2018 siguió aumentando el amplio déficit de la balanza por cuenta corriente como consecuencia de la ralentización de las exportaciones y la gran expansión de las importaciones. La PIIN negativa, consecuencia principalmente de las IED, mejoró en 2018 sobre la base del fuerte aumento del PIB nominal. Las exportaciones siguieron arrojando buenos resultados en 2018, obteniéndose nuevos aumentos de cuota en los mercados de exportación. Los costes laborales unitarios registraron una fuerte aceleración en 2018 debido a las grandes subidas salariales, particularmente en el sector público. Los datos históricos sugieren que es probable que la subida de los salarios públicos también tenga consecuencias para el sector privado, lo que podría provocar pérdidas de competitividad de costes. El volumen de deuda privada es bajo y siguió disminuyendo, mientras que la expansión del crédito al sector privado es moderada. El marco empresarial se ve afectado por modificaciones legislativas frecuentes e imprevisibles que a menudo se adoptan sin una evaluación de impacto o la consulta de las partes interesadas. El porcentaje que representa la deuda pública en el PIB es relativamente bajo, pero ha dejado de disminuir. En cuanto al mercado de la vivienda, las subidas de los precios de la vivienda siguieron disminuyendo en 2018 y se mantienen moderadas. Los bancos están bien capitalizados y disponen de liquidez. Los riesgos para la estabilidad financiera derivados de la legislación anterior parecen haber disminuido, aunque sigue siendo motivo de preocupación la inestabilidad de las políticas y de la legislación. El descenso de la tasa de desempleo en 2018 refleja el mantenimiento de la rigidez del mercado laboral, mientras que la tasa de actividad, aunque se situaba en niveles muy bajos, siguió mejorando.

En general, la lectura económica pone de relieve problemas relacionados con el fuerte aumento de los costes laborales unitarios y el deterioro de la posición exterior. En conclusión, la Comisión, teniendo en cuenta particularmente los desequilibrios detectados en febrero, considera oportuno examinar más a fondo la persistencia de los desequilibrios o su corrección.

Eslovenia: En el anterior ciclo del PDM, *no se detectaron desequilibrios macroeconómicos* en Eslovenia. En el cuadro de indicadores actualizado, algunos indicadores rebasan el umbral indicativo, a saber, la deuda del sector público y la subida de los precios de la vivienda.

Gráfico A24: ***Deuda de los hogares e índice de los precios de la vivienda***



Fuente: Eurostat y BCE.

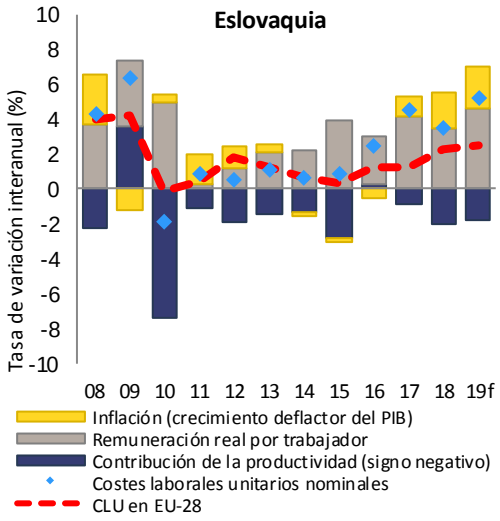
La balanza por cuenta corriente sigue registrando un fuerte superávit que contribuye a una mayor reducción de la posición de inversión internacional neta negativa. Las subidas salariales han sido relativamente bajas, y ha mejorado la productividad laboral, lo que ha dado lugar a un aumento limitado de los costes laborales unitarios, mientras que han continuado los aumentos de cuota en los mercados de exportación. La deuda del sector privado es relativamente baja y está disminuyendo. El crédito al sector privado pasó a aumentar en 2017, pero se mantiene moderado. La inversión es inferior a la media de la UE, particularmente en lo que se refiere a la construcción de viviendas. Las subidas de los precios de la vivienda siguen siendo elevadas en un contexto de escasez de oferta, y esta situación requiere atención. Aunque es elevada, la ratio deuda pública / PIB sigue una clara tendencia decreciente. Sin embargo, los costes del envejecimiento de la población previstos ejercen presión sobre la sostenibilidad de las finanzas públicas a medio y largo plazo. El sector bancario es estable, y la proporción de préstamos dudosos sigue su tendencia decreciente. En cuanto al mercado de trabajo, el desempleo sigue disminuyendo, y la tasa de actividad se sitúa en un máximo sin precedentes.

En general, la lectura económica pone de relieve problemas relacionados principalmente con la sostenibilidad presupuestaria y la subida de los precios de la vivienda, si bien los riesgos parecen limitados actualmente. En conclusión, la Comisión no considera necesario proceder por el momento a un análisis más exhaustivo en el contexto del PDM.

Eslovaquia: En el anterior ciclo del PDM, *no se detectaron desequilibrios macroeconómicos* en Eslovaquia. En el cuadro de indicadores actualizado, algunos indicadores rebasan el umbral indicativo, a saber, la PIIN y el incremento de los costes laborales unitarios nominales.

El déficit de la balanza por cuenta corriente siguió aumentando un tanto en 2018, pero aún es moderado. La PIIN es muy negativa pero estable, mientras que los riesgos son limitados a la luz de las grandes entradas de IED asociadas a la expansión del sector del automóvil y al sector financiero. Con todo, las perturbaciones

Gráfico A25: ***Desglose de los costes laborales unitarios***



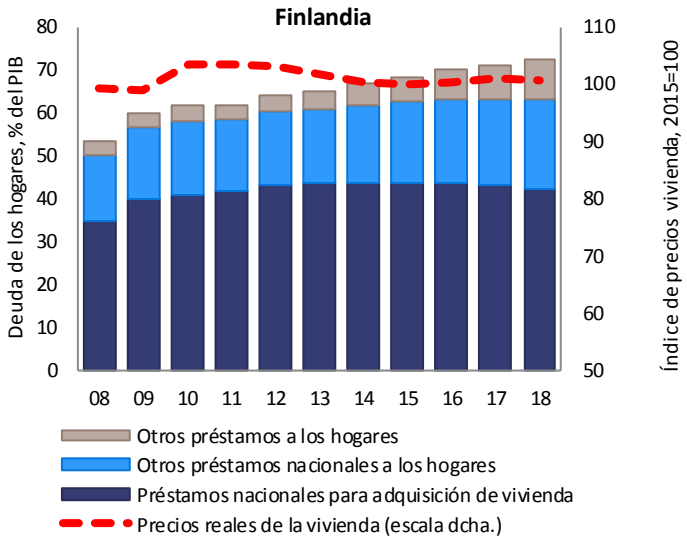
Fuente: Servicios de la Comisión.

temporales en el sector del automóvil y el gran papel de este sector pueden representar un riesgo a largo plazo. Se registraron ciertos aumentos de cuota en los mercados de exportación, y el tipo de cambio efectivo real aumentó ligeramente tras varios años de moderación. Como consecuencia de las fuertes subidas salariales en un contexto de gran rigidez del mercado laboral y escasez significativa de mano de obra, se registró una notable aceleración de los costes laborales unitarios nominales, rebasándose actualmente el umbral. Los precios de la vivienda subieron de forma notable en 2018, aunque aún no se aprecia una sobrevaloración. El floreciente mercado de la vivienda ha contribuido al aumento continuo de la deuda de los hogares, aunque partiendo de unos niveles relativamente bajos. El sector bancario, en gran parte en manos extranjeras, está bien capitalizado. Las reducciones adicionales de las tasas de desempleo total y de larga duración han venido acompañadas de aumentos de la tasa de actividad.

En general, la lectura económica pone de relieve posibles problemas relacionados con la sostenibilidad de la posición exterior, las presiones salariales internas y los posibles riesgos derivados de la dependencia respecto del sector del automóvil. Sin embargo, los riesgos a corto plazo parecen limitados. En conclusión, la Comisión no procederá por el momento a un análisis más exhaustivo en el contexto del PDM.

Finlandia: En el anterior ciclo del PDM, *no se detectaron desequilibrios macroeconómicos* en Finlandia. En el cuadro de indicadores actualizado, algunos indicadores rebasan el umbral indicativo, a saber, la deuda del sector privado y la variación de los pasivos totales del sector financiero.

Gráfico A26: ***Deuda de los hogares e índice de los precios de la vivienda***



Fuente: Eurostat y BCE.

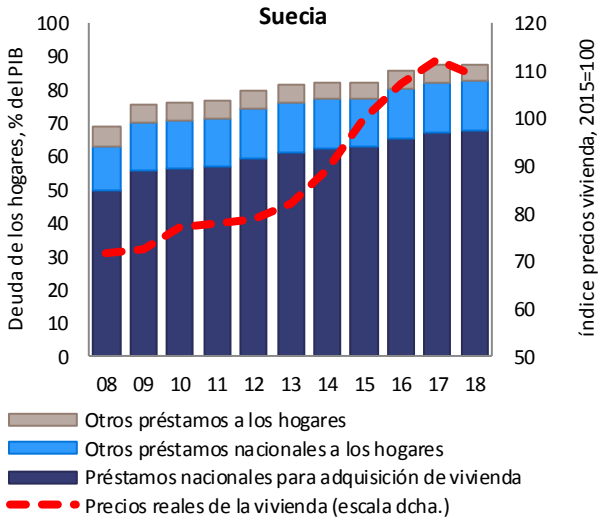
El déficit de la balanza por cuenta corriente aumentó en 2018, ya que la balanza comercial pasó a registrar déficits, mientras que la posición de inversión internacional neta era equilibrada. Las cuotas en los mercados de exportación se recuperaron por tercer año consecutivo, lo que permitió reducir las pérdidas acumuladas. En 2018, los costes laborales unitarios aumentaron y el tipo de cambio efectivo real se incrementó ligeramente, pero los avances fueron en general limitados. La ratio de deuda pública siguió disminuyendo, ya que la tasa de aumento del PIB fue superior a la tasa de aumento de la deuda, y actualmente se sitúa por debajo del umbral. La deuda privada se mantiene elevada, pero disminuye lentamente. Las favorables condiciones crediticias y los bajos tipos de interés siguen respaldando la expansión del crédito al sector privado, aunque el ritmo de expansión disminuyó en 2018. La proporción que representa la deuda de los hogares en el PIB es relativamente elevada y mantiene una moderada tendencia creciente. Los precios reales de vivienda fueron estables en 2018. El moderado aumento de los préstamos hipotecarios y el número decreciente de nuevos permisos de construcción reducen los riesgos para la sostenibilidad de la deuda de los hogares. El sector financiero está bien capitalizado, lo que reduce los riesgos para la estabilidad financiera. El notable aumento de los activos y pasivos totales del sector bancario a finales de 2018 refleja el traslado de la sede de un banco de Suecia a Finlandia. Aunque en 2018 se registraron importantes mejoras en materia de empleo y

desempleo, las nuevas mejoras en estos ámbitos probablemente serán más lentas. En 2018 disminuyeron las tasas de desempleo de larga duración y de desempleo juvenil.

En general, la lectura económica pone de relieve la persistencia de retos relacionados con la deuda del sector privado, aunque los riesgos siguen siendo limitados. En conjunto, la Comisión no considera necesario proceder por el momento a un análisis más exhaustivo en el contexto del PDM.

Suecia: En febrero de 2019, la Comisión llegó a la conclusión de que Suecia experimentaba *desequilibrios macroeconómicos*, relacionados en particular con unos precios de la vivienda sobrevalorados, junto con un aumento constante de la deuda de los hogares. En el cuadro de indicadores actualizado, algunos indicadores rebasan el umbral indicativo, a saber, la deuda del sector privado y las cuotas en los mercados de exportación.

Gráfico A27: ***Deuda de los hogares e índice de los precios de la vivienda***



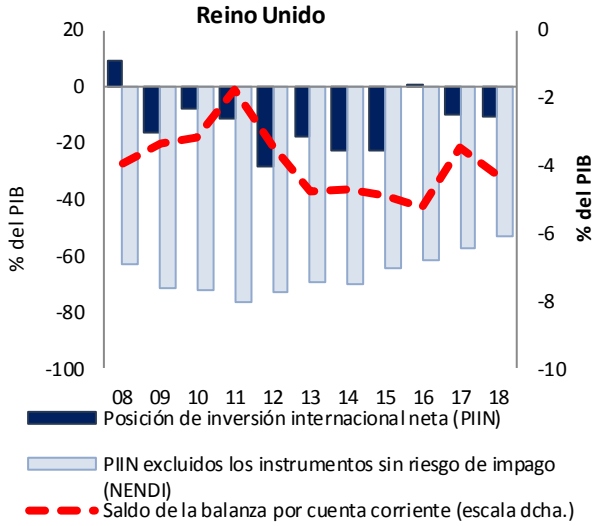
Fuente: Eurostat y BCE.

La tendencia de reducción del superávit de la balanza por cuenta corriente continuó en 2018, mientras que la PIIN aumentó y ahora es claramente positiva. Las pérdidas de cuota en los mercados de exportación aumentaron en 2018, y el indicador correspondiente rebasa actualmente el umbral. Los costes laborales unitarios nominales registraron una aceleración, mientras que el tipo de cambio efectivo real disminuyó debido a la depreciación de la corona sueca. La deuda del sector privado es elevada, y el principal factor de la deuda de los hogares es el volumen de préstamos hipotecarios. En 2018, la deuda de los hogares aumentó de nuevo ligeramente. Los precios de la vivienda se redujeron al final de 2017, pero se estabilizaron en el transcurso de 2018, registrando un descenso global en 2018 sobre una base anual; sin embargo, son precios en general muy elevados que muestran indicios de sobrevaloración. Los precios de la vivienda y el endeudamiento de los hogares implican riesgos para la estabilidad macroeconómica y se ven presionados al alza por el favorable régimen fiscal de la propiedad de vivienda, por los bajísimos tipos de interés de los préstamos hipotecarios y por características específicas del mercado hipotecario, así como por restricciones de oferta que implican riesgos para la estabilidad macroeconómica. Los riesgos en el sistema bancario parecen limitados, ya que la rentabilidad y la calidad de los activos se mantienen elevadas y la situación financiera de los hogares es generalmente saneada, mientras que la política macroprudencial se ha endurecido. En 2018, siguió mejorando el mercado laboral y disminuyó el desempleo, pero la evolución reciente indica un deterioro de esta trayectoria.

En general, la lectura económica pone de relieve problemas relacionados con el alto nivel de deuda privada y el sector de la vivienda. En conclusión, la Comisión, teniendo en cuenta particularmente los desequilibrios detectados en febrero, considera oportuno examinar más a fondo la persistencia de los desequilibrios o su corrección.

Reino Unido: En el anterior ciclo del PDM, *no se detectaron desequilibrios macroeconómicos* en el Reino Unido. En el cuadro de indicadores actualizado, algunos indicadores rebasan el umbral indicativo, a saber, el déficit de la balanza por cuenta corriente, el tipo de cambio efectivo real, la deuda del sector privado y la deuda pública.

Gráfico A28: ***PIIN y saldo de la balanza por cuenta corriente***



Fuente: Servicios de la Comisión.

El ya sustancial déficit de la balanza por cuenta corriente se amplió en 2018, dando lugar a necesidades significativas de financiación exterior. El gran déficit de la balanza de mercancías y los déficits más pequeños registrados al nivel de las transferencias y de los ingresos de la inversión no fueron compensados más que parcialmente por un superávit de la balanza de servicios. A pesar de los déficits exteriores persistentes, la posición de inversión internacional neta está próxima al equilibrio, a lo que contribuyó particularmente la depreciación de la libra esterlina en 2016. Sin embargo, la respuesta del saldo comercial neto a la depreciación del tipo de cambio efectivo real y la consiguiente mejora de la competitividad de precios ha sido decepcionante, habiéndose registrado recientemente perdidas de cuota en los mercados de exportación. La ratio deuda privada / PIB ha tocado fondo a un nivel elevado, tras un período de desapalancamiento moderado posterior a la crisis. En particular, la deuda de los hogares se mantiene a un nivel elevado y sigue requiriendo un atento seguimiento. Los precios reales de la vivienda se han estabilizado, aunque a un alto nivel. El nivel de deuda pública es elevado y estable en términos generales. El fuerte crecimiento del empleo siguió acompañado por un bajo nivel de desempleo, si bien la productividad del trabajo y la inversión son bajas.

En general, la lectura económica pone de relieve algunos problemas relacionados con el sector exterior de la economía y la deuda privada. Estos problemas parecen plantear riesgos limitados para la estabilidad a corto plazo. En conjunto, la Comisión no considera necesario proceder por el momento a un análisis más exhaustivo en el contexto del PDM.

Cuadro 1.1: Cuadro de indicadores del PDM 2018

	Desequilibrios externos y competitividad					Desequilibrios internos						Indicadores de empleo[1]		
Año 2018	**Saldo de la balanza por cuenta corriente (% del PIB)** (media de 3 años)	**Posición de inversión internacional neta** (% del PIB)	**Tipo de cambio efectivo real - 42 socios comerciales, deflactor IPCA** (variación porcentual 3 años)	**Cuota en los mercados de exportación (% de las exportaciones mundiales)** (variación porcentual 5 años)	**Índice CLU nominales (2010=100)** (variación porcentual 3 años)	**Índice precios de la vivienda (2015=100), deflactados** (variación porcentual 1 año)	**Flujo de crédito al sector privado, datos consolidados** (% del PIB)	**Deuda del sector privado, datos consolidados** (% del PIB)	**Deuda bruta administraciones públicas** (% del PIB)	**Tasa de desempleo** (media de 3 años)	**Pasivos totales del sector financiero, datos no consolidados** (variación porcentual 1 año)	**Tasa de actividad en % de la población total de 15-64 años** (variación en puntos porcentuales 3 años)	**Tasa de desempleo de larga duración en % de la población activa de 15-74 años** (variación en puntos porcentuales 3 años)	**Tasa de desempleo juvenil en % de la población activa de 15-24 años** (variación en puntos porcentuales 3 años)
Umbrales	-4/6%	-35%	±5% (ZE) ±11% (No ZE)	-6%	9% (ZE) 12% (No ZE)	6%	14%	133%	60%	10%	16.5%	-0.2 pp	0.5 pp	2 pp
BE	0,3	41,3	6,9	-1,5	3,7	1,0	0,8	178,5	100,0	7,0r	-2,9	1,0	-1,5	-6,3
BG	4,0	-35,2	3,9	13,4	18,3p	4,5	3,9	95,0	22,3	6,3	6,8	2,2	-2,6	-8,9
CZ	1,2	-23,5	11,0	11,9	13,5	6,1p	5,3	70,7	32,6	3,0	7,4	2,6	-1,7	-5,9
DK	7,5	48,5	2,6	-1,5	4,0	3,5	2,4	199,4	34,2	5,6	-4,7	0,9	-0,6	-1,6
DE	8,0	62,0	5,3	3,1	5,6	5,1	6,6	102,4	61,9	3,8	2,0	1,0	-0,6	-1,0
EE	2,1	-27,7	7,7	0,8	14,3	2,1	3,7	101,5	8,4	6,0	6,9	2,4	-1,1	-1,2
IE	2,3	-165,0	2,3	77,4	-2,8	8,3	-7,8	223,2	63,6	7,0	5,1	0,8	-3,2	-6,4
EL	-2,2	-143,3	3,6	6,9	1,4p	1,3e	-1,1p	115,3p	181,2	21,5	-5,0	0,4	-4,6	-9,9
ES	2,6	-80,4	4,1	4,6	0,7p	5,3	0,4p	133,5p	97,6	17,4	-2,2	-0,6	-5,0	-14,0
FR	-0,6	-16,4	4,5	-0,2	2,4p	1,5	7,9p	148,9p	98,4	9,5	1,6	0,6	-0,8	-4,0
HR	2,4	-57,9	4,2	22,9	-2,4d	4,6	2,3p	94,0p	74,8	10,9	4,6	-0,6	-6,8	-18,9
IT	2,6	-4,7	3,3	0,3	2,7	-1,6	1,6	107,0	134,8	11,2	-0,1	1,6	-0,7	-8,1
CY	-4,6	-120,8	1,8	16,6	-0,4p	0,2	8,4p	282,6p	100,6	10,8	0,3	1,1	-4,1	-12,6
LV	0,6	-49,0	4,9	8,6	14,7	6,6	-0,2	70,3	36,4	8,6	-3,0	2,0	-1,4	-4,1
LT	-0,1	-31,0	6,4	3,5	16,5	4,6	4,3	56,4	34,1	7,1	8,2	3,2	-1,9	-5,2
LU	4,9	59,8	3,3	10,7	7,9	4,9	-0,5	306,5	21,0	5,8	-2,0	0,2r	-0,5	-2,5
HU	2,1	-52,0	2,0	8,4	12,4	10,9	4,3	69,3	70,2	4,3	-9,2	3,3	-1,7	-7,1
MT	8,9	62,7	4,9	24,0	3,2	5,1p	7,5	129,8	45,8	4,1	2,3	5,9	-1,3	-2,5
NL	9,9	70,7	3,2	1,7	3,0p	7,4	4,5p	241,6p	52,4	4,9	-3,3p	0,7	-1,6	-4,1
AT	2,2	3,7	4,8	3,9	4,7	2,5	3,9	121,0	74,0	5,5	1,7	1,3	-0,3	-1,2
PL	-0,5	-55,8	0,1	25,8	8,1p	4,9	3,4	76,1	48,9	5,0	3,0	2,0	-2,0	-9,1
PT	0,9	-105,6	3,1	9,4	5,3p	8,9	-0,1p	154,3p	122,2	9,1	0,7	1,7	-4,1	-11,7
RO	-3,3	-44,1	-0,7	23,7	33,6p	1,8	1,9p	47,8p	35,0	5,0	3,3	1,7	-1,2	-5,5
SI	5,5	-18,9	2,0	20,4	6,1	7,4	1,3	72,8	70,4	6,6	4,1	3,2	-2,5	-7,5
SK	-2,4	-68,1	2,5	3,2	10,9	5,0	2,0	90,9	49,4	8,1	8,9e	1,5	-3,6	-11,6
FI	-1,4	-2,0	3,0	-3,0	-2,6	-0,2	1,6	142,1	59,0	8,3	19,9	2,1	-0,7	-5,4
SE	2,8	10,3	-4,0	-6,3	7,4	-3,0	9,0	200,0	38,8	6,6	-2,9	1,2	-0,3	-3,6
UK	-4,3	-10,5	-13,0	-3,8	7,8	0,7	5,3	169,1	85,9	4,4	-0,6	1,0	-0,5	-3,3

Las cifras sombreadas son las que se sitúan en el umbral o por encima del umbral; r: ruptura de la serie; d: definición diferente; e: estimación. p: provisional.

1) Para los indicadores de empleo, véase la p. 2 del IMA 2016. 2) Índice de precios de la vivienda, e = estimación del BC de EL. 3) Para CLUN de HR, d: los datos de empleo se basan en el concepto de «nacional» y no en el concepto de «interno». 4) Tasa de desempleo para BE: revisión del método de encuesta. 5) En «pasivos totales del sector financiero» para SK, los derivados son estimados.

Fuente: Comisión Europea, Eurostat y DG Asuntos Económicos y Financieros (para el tipo de cambio efectivo real), y Fondo Monetario Internacional, «Perspectivas de la Economía Mundial» (para las exportaciones mundiales de bienes y servicios en volumen).

Cuadro 2.1: Indicadores auxiliares, 2018

Año 2018	PIB real (variación porcentual 1 año)	Formación bruta de capital fijo (% del PIB)	Gasto interno bruto en I+D (% del PIB)	Balanza por cuenta corriente + balanza por cuenta de capital (capacidad / necesidad neta de financiación) (% del PIB)	Posición de inversión internacional neta excluidos los instrumentos sin riesgo de impago (% del PIB)	IED en la economía declarante - flujos (% del PIB)	IED en la economía declarante - stocks (% del PIB)	Saldo neto de la balanza de productos energéticos (% del PIB)	Tipo de cambio real efectivo - socios comerciales zona del euro (variación porcentual 3 años)	Comportamiento de las exportaciones respecto de las economías avanzadas (variación porcentual 5 años)	Relación de intercambio (variación porcentual 5 años)	Cuota en los mercados de exportación en volumen (variación porcentual 1 año)	Productividad laboral (variación porcentual 1 año)	Préstamos no productivos de entidades nacionales y extranjeras (% de préstamos brutos)	Comportamiento de los CLU respecto de la ZE (variación porcentual 10 años)	Índice de precios de la vivienda (2015=100) - nominal (variación porcentual 3	Construcción residencial (% del PIB)	Deuda de los hogares, datos consolidados (incl. ISFLSH, % del PIB)	Apalancamiento bancario, entidades nacionales y extranjeras, datos consolidados (total activos / total capital)
BE	1,5	23,8	-	-1,0	36,6	-11,8	170,1	-3,5	2,8	-3,4	0,3	-2,2	0,1	2,3p	0,7	9,4p	5,8	60,9	13,1p
BG	3,1	18,8	0,8p	6,4	35,4	1,9	82,3	-3,4	-1,1	11,1	7,5	-1,7	3,2p	7,7p	43,3	24,0	2,7	23,4	7,5p
CZ	3,0	25,5	1,9p	0,6	28,3	3,5	77,5	-2,9	7,6	9,7	1,9	1,0	1,6	2,1p	5,0	30,0p	4,0	32,3	12,5p
DK	1,5	22,4	3,1p	7,1	11,0	0,3	55,5	-0,2	-1,8	-3,5	1,6	-3,0	-0,3	2,3p	-2,2	14,8	4,8	126,4	16,4p
DE	1,5	21,2	3,1e	7,4	44,7	2,7	44,7	-2,0	0,4	1,1	3,5	-1,3	0,2	1,4p	11,4	21,7	6,3	53,6	13,9p
EE	4,8	23,9	1,4p	3,4	25,7	3,8	92,7	-1,0	4,1	-1,3	4,3	0,9	3,5	1,3p	16,2	17,1	4,6	38,9	6,9p
IE	8,2	23,4	1,2	-5,8	-251,7	16,8	466,2	-1,4	-3,0	73,8	-0,5	7,0	4,8	5,5p	-42,0	31,4	2,4	41,7	6,7p
EL	1,9p	11,1p	1,2p	-2,6	-130,6	1,8	18,5	-2,4p	-1,5	4,7	3,6p	5,3p	0,2p	41,6p	-15,1	-1,9e	0,7p	56,5	11,5p
ES	2,4p	19,4p	-	2,4	-53,6	3,4	65,4	-2,1p	-0,2	2,5	-2,3p	-1,2p	0,1p	3,7p	-14,5	18,6	5,3p	59,0	13,6p
FR	1,7p	22,9p	-	-0,6	-33,0	2,2	45,8	-1,9p	-0,1	-2,2	2,8p	0,1p	0,7p	2,7p	-0,3	7,2	6,4p	60,0	15,3p
HR	2,6p	20,1p	-	3,3	-13,7	1,9	48,1	-3,2p	1,2	20,5	1,8p	4,0p	0,8d	7,3p	-15,5	11,1	-	34,2	7,5p
IT	0,8	17,7	-	2,6	-6,2	1,9	27,3	-2,3	-1,3	-1,7	6,0	-1,6	-0,1	8,4p	-1,2	-1,4	4,2	41,0	13,1p
CY	4,1p	19,1p	-	-3,8	-175,0	22,2	1890,1	-4,2p	-3,2	14,2	1,4p	1,2p	0,0p	20,2p	-9,7	4,4	5,8p	97,0	14,1p
LV	4,6	22,5	0,6p	1,1	-2,4	1,3	55,5	-3,4	1,3	6,5	5,0	0,6	3,0	5,3p	-4,4	29,3	2,2	20,8	7,8p
LT	3,6	20,5	0,9p	1,8	-2,7	2,7	43,4	-4,0	3,0	1,4	4,5	2,9	2,2	2,6p	7,9	23,2	2,7	22,9	10,4p
LU	3,1	16,8	-	6,1	-3523,8	-722,2	7466,2	-3,3	0,4	8,5	-0,2	-2,9	-0,6	0,8p	13,4	19,9	3,8	66,3	14,6p
HU	5,1	25,2	1,5	2,1	-4,2	-43,8	163,1	-3,8	-1,0	6,3	0,3	0,9	2,7	5,3p	9,1	45,5	3,0	18,0	9,4p
MT	6,8	19,0	0,6	12,3	248,0	32,2	1568,6	-8,5	0,3	21,5	2,0	-0,8	1,3	3,1p	4,5	17,5p	5,2	49,4	12,1p
NL	2,6p	20,3p	-	10,8	-14,0	-27,3	581,8	-1,5p	-0,8	-0,4	1,1p	0,3p	0,1p	1,9p	-1,8	23,6	4,8p	102,4p	16,1p
AT	2,4	23,9	3,2p	2,3	-5,0	0,9	67,4	-2,5	1,7	1,8	1,5	2,5	0,7	2,6p	4,7	19,6	4,5	49,6	11,4p
PL	5,1	18,2	1,2p	1,1	-16,9	2,8	47,8	-2,8	-3,0	23,2	3,8	3,6	4,8p	6,2p	-0,1	12,7	2,0	35,1	9,3p
PT	2,4p	17,6p	1,4p	1,4	-57,1	2,7	79,0	-2,5p	-0,3	7,2	4,8p	0,4p	0,1p	9,4p	-6,6	29,0	3,0p	66,9	11,0p
RO	4,0p	21,2p	-	-3,4	-3,9	3,1	44,0	-1,6p	-4,1	21,2	5,3p	2,0p	3,7p	5,3p	25,9	18,6	3,5p	16,0	9,3p
SI	4,1	19,2	2,0p	5,2	-1,9	2,8	39,1	-2,9	-0,4	18,0	2,6	3,2	0,9	6,0p	-0,3	22,5	2,1	27,0	8,2p
SK	4,0	21,2	0,8	-1,3	-16,5	2,4	69,2	-4,1	-0,4	1,1	-1,7	2,0	2,0	3,2p	3,9	21,3	3,4	42,1	9,5p
FI	1,7	23,7	2,8	-1,3	3,9	-1,9	48,9	-2,0	-1,4	-5,0	3,4	-1,2	-0,9	1,5p	1,9	2,9	7,3	65,4	16,1p
SE	2,3	25,9	3,3	1,7	-11,4	1,6	81,1	-1,3	-7,6	-8,2	-1,1	-0,3	0,4	1,0p	6,2	14,4	5,4	87,9	18,8p
UK	1,4	17,0	-	-4,5	4,9	1,3	83,9	-0,7	-16,2	-5,7	3,3	-4,3	0,2	1,2p	7,8	15,4	3,8	87,2	15,3p

d: definición diferente; e: estimación; p: provisional.

1) La fecha límite oficial de transmisión de los datos de 2018 relativos al gasto interno bruto en I+D es el 31 de octubre de 2019, mientras que los datos se extrajeron el 25 de octubre de 2019. 2) Índice de precios de la vivienda, e = estimación del BC de EL. 3) Para la productividad laboral de HR, d: los datos de empleo utilizan el concepto «nacional» en lugar del concepto «interno».

Fuente: Comisión Europea, Eurostat y DG Asuntos Económicos y Financieros (para el tipo de cambio efectivo real), Banco Central Europeo (para el apalancamiento bancario y los préstamos no productivos brutos de entidades nacionales y extranjeras, datos consolidados), y Fondo Monetario Internacional, «Perspectivas de la Economía Mundial» (para las exportaciones mundiales de bienes y servicios en volumen).

Cuadro 2.1: Indicadores auxiliares, 2018 (continuación)

Año 2018	**Tasa de desempleo** (variación porcentual 1 año)	**Tasa de actividad** (% de la población total de 15-64 años)	**Tasa de desempleo de larga duración** (% de la población activa de 15-74 años)	**Tasa de desempleo juvenil** (% de la población activa de 15-24 años)	**Jóvenes que ni trabajan ni estudian ni reciben formación** (% de la población total de 15-24 años)		**Personas en riesgo de pobreza o exclusión social** (% de la población total)		**Personas en riesgo de pobreza tras las transferencias sociales** (% de la población total)		**Personas en situación de privación material grave** (% de la población total)		**Personas que viven en hogares con muy baja intensidad de trabajo** (% de la población total	
					%	Variación en puntos porcentuales (3 años)	%	Variación en puntos porcentuales (3 años)	%	Variación en puntos porcentuales (3 años)	%	Variación en puntos porcentuales (3 años)	%	Variación en puntos porcentuales (3 años)
BE	1,4	68,6	2,9	15,8	9,2	-3,0	19,8	-1,3	16,4	1,5	4,9	-0,9	12,1	-2,8
BG	-0,1p	71,5	3,0	12,7	15,0	-4,3	32,8	-8,5	22,0	0,0	20,9	-13,3	9,0	-2,6
CZ	1,3	76,6	0,7	6,7	5,6	-1,9	12,2	-1,8	9,6	-0,1	2,8	-2,8	4,5	-2,3
DK	1,8	79,4	1,1	10,5	6,8	0,6	17,4	-0,3	12,7	0,5	3,4	-0,3	11,1	-0,5
DE	1,4	78,6	1,4	6,2	5,9	-0,3	18,7	-1,3	16,0	-0,7	3,1	-1,3	8,1	-1,7
EE	1,2	79,1	1,3	11,9	9,8	-1,0	24,4	0,2	21,9	0,3	3,8	-0,7	5,2	-1,4
IE	3,2	72,9	2,1	13,8	10,1	-4,2	-	-	-	-	-	-	-	-
EL	1,7p	68,2	13,6	39,9	14,1	-3,1	31,8	-3,9	18,5	-2,9	16,7	-5,5	14,6	-2,2
ES	2,2p	73,7	6,4	34,3	12,4	-3,2	26,1	-2,5	21,5	-0,6	5,4	-1,0	10,7	-4,7
FR	1,0p	71,9	3,8	20,7	11,1	-0,9	17,4	-0,3	13,4	-0,2	4,7	0,2	8,0	-0,6
HR	1,8e	66,3	3,4	23,4	13,6	-4,5	24,8	-4,3	19,3	-0,7	8,6	-5,1	11,2	-3,2
IT	0,9	65,6	6,2	32,2	19,2	-2,2	27,3	-1,4	20,3	0,4	8,5	-3,0	11,3	-0,4
CY	4,1p	75,0	2,7	20,2	13,2	-2,1	23,9	-5,0	15,4	-0,8	10,2	-5,2	8,6	-2,3
LV	1,6	77,7	3,1	12,2	7,8	-2,7	28,4	-2,5	23,3	0,8	9,5	-6,9	7,6	-0,2
LT	1,4	77,3	2,0	11,1	8,0	-1,2	28,3	-1,0	22,9	0,7	11,1	-2,8	9,0	-0,2
LU	3,7	71,1	1,4	14,1	5,3	-0,9r	21,9	3,4	18,3	3,0	1,3	-0,7	8,3	2,6
HU	2,4	71,9	1,4	10,2	10,7	-0,9r	19,6	-8,6	12,8	-2,1	10,1	-9,3	5,7	-3,7
MT	5,4	74,7	1,1	9,1	7,3	-3,2	19,0	-4,0	16,8	0,2	3,0	-5,5	5,5	-3,7
NL	2,5p	80,3	1,4	7,2	4,2	-0,5	16,7	0,3	13,3	1,7	2,4	-0,2	8,6	-1,6
AT	1,7	76,8	1,4	9,4	6,8	-0,7	17,5	-0,8	14,3	0,4	2,8	-0,8	7,3	-0,9
PL	0,3p	70,1	1,0	11,7	8,7r	-2,3r	18,9	-4,5	14,8	-2,8	4,7	-3,4	5,6	-1,3
PT	2,3p	75,1	3,1	20,3	8,4	-2,9	21,6	-5,0	17,3	-2,2	6,0	-3,6	7,2	-3,7
RO	0,2p	67,8	1,8	16,2	14,5	-3,6	32,5	-4,9	23,5	-1,9	16,8	-5,9	7,4	-0,5
SI	3,2	75,0	2,2	8,8	6,6	-2,9	16,2	-3,0	13,3	-1,0	3,7	-2,1	5,4	-2,0
SK	2,0	72,4	4,0	14,9	10,2	-3,5	-	-	-	-	-	-	-	-
FI	2,6	77,9	1,6	17,0	8,5	-2,1	16,5	-0,3	12,0	-0,4	2,8	0,6	10,8	0,0
SE	1,9	82,9	1,2	16,8	6,1	-0,6	18,0	-0,6	16,4	0,1	1,6	0,5	9,1	0,4
UK	1,2	77,9	1,1	11,3	10,4	-0,7	-	-	-	-	4,6p	-1,5p	-	-

e: estimación; p: provisional; r: ruptura de la serie temporal

1) Tasa de desempleo para HR, d: los datos de desempleo se basan en el concepto de «nacional» y no en el concepto de «interno». 2) «Jóvenes que ni trabajan ni estudian ni reciben formación» para PL: modificación del método de ponderación. 3) La fecha límite oficial de los datos de 2018 relativos a los indicadores sobre la renta y las condiciones de vida (EU-SILC) es el 30 de noviembre de 2019, mientras que los datos se extrajeron el 25 de octubre de 2019.

Fuente: Comisión Europea y Eurostat.