COMISIÓN
EUROPEA

Estrasburgo, 22.11.2022
COM(2022) 781 final

INFORME DE LA COMISIÓN AL PARLAMENTO EUROPEO, AL CONSEJO Y AL COMITÉ ECONÓMICO Y SOCIAL EUROPEO

Informe sobre el Mecanismo de Alerta de 2023

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(2022) 381 final}

Comisión Europea

Informe sobre el Mecanismo de Alerta de 2023

CONTENIDO:

Resumen 1

1. Contexto macroeconómico 8

2. Desequilibrios, riesgos y ajustes: principales novedades 16

2.1. Sector exterior 16

2.2. Competitividad 23

2.3. Sociedades no financieras 30

2.4. Mercados de la vivienda y deuda de los hogares 37

2.5. Sector público 45

2.6. Sector financiero 51

3. Sección de países 56

Anexo 1: Nota de los cuadros de la sección «Países» 122

Anexo 2: Previsiones y previsiones a muy corto plazo de los indicadores del cuadro de indicadores 123

Anexo 3: Cuadro de indicadores del PDM 125

El presente Informe sobre el Mecanismo de Alerta (IMA) inicia el duodécimo ciclo anual del procedimiento de desequilibrio macroeconómico (PDM). El procedimiento tiene por objeto detectar, prevenir y corregir los desequilibrios que afecten o puedan afectar negativamente al correcto funcionamiento de la economía de un Estado miembro, de la unión económica y monetaria o de la Unión en su conjunto, y suscitar respuestas políticas adecuadas. La aplicación 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 [artículos 1 y 2 del Reglamento (UE) n.º 1176/2011].

En el IMA se indican los Estados miembros respecto de los cuales deben llevarse a cabo exámenes exhaustivos con el fin de evaluar si sufren desequilibrios que requieran la aplicación de medidas [artículo 5 del Reglamento (UE) n.º 1176/2011]. 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. Los exámenes exhaustivos se publicarán en la primavera de 2023 y servirán de base para la evaluación de la Comisión relativa a la existencia y la gravedad de los desequilibrios macroeconómicos y para la detección de lagunas políticas. El IMA también incorpora un análisis de las implicaciones de los desequilibrios macroeconómicos de los Estados miembros para la zona del euro.

Este análisis se basa en la lectura económica de un cuadro de indicadores seleccionados, que proporciona un filtro para detectar a primera vista indicios razonables de posibles riesgos y vulnerabilidades. De conformidad con el Reglamento (UE) n.º 1176/2011, el papel de la Comisión consiste en realizar una lectura económica de los valores del cuadro de indicadores que permita una mejor comprensión del contexto económico global y que tenga en cuenta las características específicas de cada país. ([1]) El IMA también se basa en herramientas analíticas y marcos de evaluación, así como en datos publicados adicionales, en particular datos sobre el año en curso. ([2])

Sobre la base del enfoque adoptado en años anteriores, el primer análisis del IMA sobre los desequilibrios es prospectivo con el fin de detectar los riesgos de aparición de desequilibrios en una fase temprana, lo que podría conllevar la apertura de exámenes exhaustivos cuando las tendencias adversas indiquen un riesgo elevado de un crecimiento de los desequilibrios. Para ello, el presente informe utiliza previsiones, previsiones a muy corto plazo y proyecciones con el fin de calibrar mejor la posible evolución de los riesgos para la estabilidad macroeconómica. Los valores de las variables del cuadro de indicadores correspondientes a 2022 y años posteriores se han estimado utilizando los datos de las previsiones de la Comisión y las previsiones a muy corto plazo se basan en los datos del año en curso (véase el anexo 2 para más detalles). Existe una gran incertidumbre subyacente a estas previsiones, por lo que es necesario tenerlo en cuenta para respetar los principios de transparencia en relación con los análisis y los datos utilizados, así como la prudencia en las conclusiones.

El enfoque actual del IMA es coherente con la propuesta de la Comisión sobre el futuro de la vigilancia de los desequilibrios macroeconómicos presentada en el contexto de la revisión de la gobernanza económica. ([3]) En concreto, su objetivo es reforzar la función preventiva del PDM en un

([1]) En relación con la lógica subyacente a la elaboración del cuadro de indicadores del IMA y su lectura, véase el documento de la Comisión Europea de 2016, *The Macroeconomic Imbalance Procedure. Rationale, Process, Application: A Compendium* [«El procedimiento de desequilibrio macroeconómico. Fundamento, proceso, aplicación: un compendio», documento en inglés], Economía Europea, Documento institucional 039, noviembre de 2016.

([2]) La fecha de cierre de los datos del cuadro de indicadores, es decir, la fecha de extracción de los datos de la base de datos de Eurostat para la preparación del presente informe fue el 21 de octubre de 2022. Para el resto de datos, la fecha de corte fue el 3 de noviembre de 2022.

([3]) «Comunicación sobre las orientaciones para la reforma del marco de gobernanza económica de la UE», Comunicación de la Comisión al Parlamento Europeo, al Consejo, al Banco Central Europeo, al Comité Económico y Social Europeo y al Comité de las Regiones, COM (2022) 583 final.

entorno caracterizado por nuevos riesgos. La evaluación de los desequilibrios se basaría más en la evolución de los riesgos y en la actuación política. El PDM reformado se centraría en las cuestiones macroeconómicas que afectan a los Estados miembros y, al mismo tiempo, daría más visibilidad a las dimensiones de la UE y la zona del euro de los desequilibrios.

RESUMEN

El presente Informe sobre el Mecanismo de Alerta (IMA) examina la evolución de los desequilibrios en un momento en que la economía de la UE está pasando de una recuperación de la pandemia de COVID-19 a una fuerte desaceleración del crecimiento en un contexto de presiones inflacionistas. A principios de 2022, casi todas las economías de la UE habían compensado el descenso del PIB experimentado en 2020 como consecuencia del estallido de la pandemia y registraban un fuerte crecimiento, a pesar de algunos cuellos de botella en el lado de la oferta y de la creciente escasez de mano de obra. Desde el inicio de la guerra de agresión de Rusia contra Ucrania en febrero de 2022, el aumento brusco de los costes de la energía ha provocado un fuerte deterioro de las perspectivas de la economía de la UE. Las perspectivas actuales se caracterizan por la combinación de una elevada inflación y un descenso de la confianza de los consumidores y los productores. La incertidumbre, vinculada a la posible profundidad y duración de la crisis energética, es elevada. La actividad económica está disminuyendo y se prevé que el crecimiento pase a ser negativo en el último trimestre de 2022. Las condiciones de financiación se han endurecido visiblemente, sobre todo fuera de la zona del euro, ya que las autoridades monetarias adoptan medidas para hacer frente a las presiones inflacionistas. Fuera de la UE, las condiciones mundiales están marcadas por una ralentización en China y la zozobra en los mercados emergentes.

Antes del deterioro de las condiciones económicas se reanudó la reducción de algunos desequilibrios de larga duración que habían aumentado durante la pandemia, al tiempo que se aceleraron los precios de la vivienda. Con la recuperación, se reanudó en muchos casos la reducción de los elevados niveles de deuda pública y privada que se había iniciado durante la última década en varios países, pero desde niveles de partida más elevados. El reequilibramiento exterior volvía lentamente. Se había interrumpido durante la pandemia, ya que las balanzas de pago por cuenta corriente se deterioraron en varios países con gran deuda neta y con importantes sectores turísticos, al tiempo que persistían grandes superávits por cuenta corriente. La deuda pública, que había aumentado sustancialmente con la crisis de la COVID-19 dada la fuerte recesión y la necesidad de apoyar la economía, empezó a moderarse a partir de 2021. El aumento de los precios de la vivienda se aceleró durante la pandemia y el fuerte crecimiento continuó durante la recuperación. En algunos países, el fuerte crecimiento de los salarios se ha sumado a la preocupación por la competitividad de costes que, en algunos casos, se había ido acumulando en el período anterior a la pandemia.

La lectura económica del cuadro de indicadores, que refleja los resultados de 2021, se basa en el escenario central de las previsiones del otoño de 2022 de la Comisión y en la evolución económica a lo largo del año. Además del escenario central, existen mayores riesgos y vulnerabilidades relacionados con el aumento de la incertidumbre sobre la evolución económica en la coyuntura actual, que se analizan a continuación. La lectura económica lleva a las siguientes conclusiones temáticas:

- En 2021, la **balanza de pagos por cuenta corriente** de la mayoría de los Estados miembros volvió a aproximarse a sus posiciones de 2019 anteriores a la crisis de la COVID-19, a pesar de los efectos residuales en algunos países con grandes sectores turísticos. La balanza de pagos por cuenta corriente de la mayoría de los países deudores netos se mantuvo por debajo de los niveles propicios para su rápida corrección, mientras que algunos grandes superávits por cuenta corriente aumentaron. Las grandes posiciones de endeudamiento exterior se redujeron

principalmente gracias a un mayor crecimiento del PIB, pero siguen siendo considerables. A lo largo de 2022 se ha producido una **fuerte reducción de las balanzas por cuenta corriente, tanto de déficit como de superávit**, impulsada por unos precios de la energía mucho más elevados. En algunos casos, se acompañan de una reducción de las balanzas comerciales no energéticas y los efectos de los tipos de cambio desempeñan un papel importante. Las medidas fiscales para mitigar el impacto de la crisis energética cambian la contribución relativa de la capacidad y la necesidad de financiación de los sectores público y privado y contribuyen al aumento de los déficits por cuenta corriente y a la reducción de los superávits.

- La evolución de los **costes laborales unitarios** ha sido difícil de interpretar en los últimos años debido a graves perturbaciones en la medición de la productividad, pero, en general, han crecido. Los salarios han aumentado considerablemente en algunos países en 2021, lo que apunta a un riesgo de pérdida de **competitividad de costes** dentro de la zona del euro, en particular en países que ya mostraban una presión sostenida antes de la pandemia. En algunos países, los mercados de trabajo están especialmente tensionados, lo cual puede deberse en parte al impacto específico de la pandemia. En 2022, se ha acelerado el aumento de los salarios, pero no ha sucedido lo mismo en la productividad, lo que ha supuesto una mayor presión sobre la competitividad; sin embargo, la renta real disponible de los hogares está disminuyendo como consecuencia de la inflación. Hasta ahora, los **tipos de cambio efectivos reales basados en la inflación no se han apreciado en general** en la zona del euro debido a la depreciación de la moneda única, pero existen variaciones considerables entre los países. Los diferentes efectos de la perturbación de los precios de la energía en la dinámica de los precios desempeñan un papel debido a las diferencias que existen en la combinación energética, la estructura de los mercados de la energía y el apoyo gubernamental. También se aprecia una acusada variación de los tipos de cambio efectivos basados en la inflación subyacente, y los países que sufren una mayor presión sobre los precios muestran una apreciación en relación con la zona del euro a lo largo del año en curso. En el caso de los países no pertenecientes a la zona del euro, se están produciendo importantes depreciaciones y apreciaciones, que reflejan en parte una dinámica diferente del tipo de cambio nominal, que en algunos casos, aunque no en todos, viene determinada por la orientación de la política monetaria.

- En 2021, el **superávit de la balanza de pagos por cuenta corriente de la zona del euro** aumentó hasta los niveles anteriores a la pandemia. Los datos del año en curso muestran que **se está produciendo un acusado descenso en 2022**, motivado principalmente por el aumento de las importaciones, siendo las importaciones de energía el factor más importante debido a los acusados efectos de los precios. Como consecuencia de ello, se prevé que la balanza de pagos por cuenta corriente de la zona del euro disminuya considerablemente en 2022 y se mantenga prácticamente sin cambios en 2023, a pesar del mantenimiento de la demanda real. Los cambios en los costes laborales unitarios durante la pandemia han dado lugar a un estancamiento temporal del **ajuste simétrico de las posiciones exteriores en la zona del euro** acumulado en 2020 y 2021. En general, los aumentos han sido similares en el caso de los países con posiciones de inversión internacional neta muy positivas y muy negativas. A partir de 2022, el ajuste simétrico debe reanudarse y continuar durante el período de previsión. El crecimiento de los costes laborales unitarios será más acusado en algunos países con superávit.

- Las **ratios de endeudamiento de las empresas** disminuyeron en 2021 al reanudarse el crecimiento económico. Las empresas se caracterizan por un aumento de la liquidez que reduce en parte los riesgos inmediatos asociados a sus *stocks* de deuda. No obstante, el *stock* de deuda sigue siendo considerable en muchos Estados miembros y, en algunos casos, es superior a los niveles previos a la pandemia. En 2022, continua la reducción de la deuda de las empresas en porcentaje del PIB, ya que el crecimiento económico sigue siendo positivo en un contexto de flujos de financiación continuos, pero es probable que esto se vea obstaculizado por el difícil

contexto macroeconómico. En algunos países ha comenzado a producirse el aumento de los préstamos dudosos y de las quiebras de empresas.

- Los **precios de la vivienda** se aceleraron en la mayoría de los Estados miembros en 2021, tras años de un crecimiento sostenido. El precio siguió aumentando en el primer semestre de 2022, pero se prevé una moderación. Las ratios de deuda de los hogares reanudaron su tendencia a la baja en 2021, pero se mantienen elevadas y por encima de los niveles anteriores a la pandemia en algunos países. Aunque se prevé que siga disminuyendo en porcentaje del PIB en 2022, es probable que la carga de intereses de los hogares aumente. Fuera de la zona del euro, los tipos de interés hipotecario han aumentado significativamente a lo largo del 2022, mientras que en la zona del euro el aumento de los tipos de interés es más limitado, pero se espera que continúe.

- Las ratios de **endeudamiento público** con respecto al PIB disminuyeron en casi todos los Estados miembros en 2021, pero se mantienen considerablemente por encima del nivel de 2019 en casi todos los casos. Los déficits siguieron siendo elevados, pero el fuerte crecimiento económico ejerció un efecto a la baja en las ratios de endeudamiento. En 2022, las ratios de endeudamiento público disminuyeron, en general, como resultado del continuado crecimiento económico, junto con una nueva reducción de los déficits, a pesar de los considerables paquetes de medidas de apoyo a los hogares y las empresas en relación con los elevados precios de la energía. Las perspectivas para 2023 varían de un país a otro, aunque las ratios de endeudamiento público siguen disminuyendo en los países que tienen un mayor endeudamiento. Las nuevas medidas políticas para mitigar los efectos de la crisis energética pueden aumentar los niveles de deuda. Desde 2021, los costes del servicio de la deuda están aumentado en un contexto de endurecimiento de las condiciones financieras tras años de condiciones muy favorables. Dicho aumento ha sido más pronunciado en los países no pertenecientes a la zona del euro, que han experimentado un mayor aumento de sus diferenciales de rentabilidad de la deuda soberana.

- El **sector bancario** está bien capitalizado y durante la pandemia ha demostrado ser resiliente. La reducción de los préstamos dudosos preexistentes continuó en 2021 y durante 2022, pero no se puede descartar la posibilidad de que se desarrollen círculos viciosos. Aunque la rentabilidad de los bancos se ha recuperado, sigue siendo débil desde un punto de vista estructural y se espera que vuelva a disminuir a pesar del aumento de los márgenes de los tipos de interés, ya que el empeoramiento de las perspectivas económicas afecta a los activos y a los riesgos de crédito. En 2021, la concesión de créditos continuó incluso tras la expiración de las garantías públicas y un cierto endurecimiento macroprudencial. Se espera un cierto aumento de los préstamos dudosos debido a los efectos retardados de la retirada de las medidas de apoyo adoptadas durante la pandemia y del actual empeoramiento de las perspectivas económicas.

Habida cuenta del entorno económico, existen riesgos específicos que podrían dar lugar a desequilibrios más acentuados. Podrían surgir escenarios más adversos que los descritos anteriormente, lo que conduciría a una evolución más aguda o duradera que podría obstaculizar la estabilidad macroeconómica y el funcionamiento de las economías en general:

- Una crisis energética prolongada, con unos **costes de la energía constantemente elevados**, podría dar lugar a una disminución más intensa y prolongada de la actividad económica, lo que aumentaría los *stocks* de deuda, tanto directa como indirectamente y produciría una serie de efectos en cadena a través del impacto en los consumidores, los trabajadores, las empresas y el sector bancario. El mantenimiento de los elevados costes de la energía podría provocar déficits por cuenta corriente más elevados y persistentes en algunos países, lo cual ejercería presión sobre su sostenibilidad exterior.

- La perspectiva de una **transformación estructural** más fuerte para alejarse de la elevada dependencia energética de la energía fósil, en particular la procedente de Rusia, es positiva, pero conlleva riesgos y costes de ajuste. Un cambio en las cadenas de valor en detrimento de las empresas europeas más afectadas que afrontan unos precios de los insumos más elevados a escala mundial podría frenar la rentabilidad y dar lugar en los países más expuestos a un aumento de las quiebras de empresas, concentradas en las regiones y sectores afectados y a una caída de las cuotas de exportación y del crecimiento potencial.

- La **revisión de la valoración del riesgo** en todo el mundo podría repercutir en los mercados financieros, provocando inestabilidad y elevando los costes de endeudamiento para los prestatarios soberanos y los prestatarios privados, posiblemente de manera idiosincrática.

El empeoramiento de las condiciones económicas ha aumentado las vulnerabilidades y los riesgos relacionados con los desequilibrios preexistentes. A pesar de la fuerte desaceleración de la actividad en curso, se prevé que el crecimiento del PIB nominal contribuya a reducir las ratios de endeudamiento tanto en 2022 como en 2023, debido principalmente al efecto de la inflación. Sin embargo, el debilitamiento de la actividad económica y el endurecimiento de las condiciones de financiación aumentan los riesgos relacionados con los elevados niveles de deuda. Un aumento de los préstamos dudosos y las quiebras supone un riesgo, tanto para las empresas como para los hogares. Las empresas se enfrentan a un aumento de los costes de producción y pueden verse limitadas respecto de su capacidad para repercutir dichos costes, además, las empresas más vulnerables están concentradas sectorial y geográficamente. Los hogares se enfrentan a una reducción de la renta real disponible en la mayoría de los países, ya que los aumentos salariales son inferiores a la inflación, pero superiores al crecimiento de la productividad. El aumento del precio de la vivienda se está corrigiendo en muchos Estados miembros en un contexto de aumento de los tipos de interés hipotecarios y de presión sobre la renta disponible. La persistencia de un fuerte crecimiento de los precios de la vivienda en algunos países plantearía un riesgo de retroceso desordenado, sobre todo si se acompaña de préstamos hipotecarios a tipos de interés variables. El estrés de las empresas y los hogares podría agravarse y propagarse a toda la economía, con consecuencias también para el sector financiero. La adopción de medidas adicionales para apoyar a los hogares vulnerables y a las empresas más expuestas haría recaer parte del coste de la crisis energética en el sector público y aumentaría la deuda pública, lo cual puede suponer un reto particular para los países con altos niveles de deuda inicial y de déficit, por lo que se requieren medidas específicas y soluciones europeas temporales y comunes. Concretamente, la Comisión volverá a evaluar las necesidades de RePowerEU. Además, el aumento de los tipos de interés y un crecimiento del PIB menor o negativo obstaculizan la reducción de la deuda pública, especialmente en el caso de los países que están muy endeudados. Esto puede producir un efecto dominó en otros sectores, con un impacto negativo en el crecimiento.

A medida que se estanque el fuerte crecimiento posterior a la pandemia pueden surgir nuevos desequilibrios, con un riesgo de efectos divergentes sobre los precios como consecuencia de la perturbación común de la oferta. A pesar de que el aumento de los precios de las materias primas y el riesgo relativo al suministro de gas son una perturbación común para la UE, hay una gran divergencia en cuanto a sus repercusiones. Aunque se espera que la inflación empiece a disminuir de forma gradual, puede producirse un cambio brusco en los niveles de precios y costes relativos de los distintos países cuando disminuya. Esto podría dar lugar a pérdidas de competitividad de costes que podrían resultar difíciles de revertir. Esto es particularmente cierto en el caso de los países de la zona del euro y en los que se ha producido déficits exteriores, aunque el aumento de la inflación en los países con grandes superávits por cuenta corriente podría facilitar el reequilibrio de la zona del euro. En algunos países no pertenecientes a la zona del euro, la depreciación de la moneda podría preservar la competitividad de costes y compensar algunos costes laborales que sufren un fuerte incremento, pero podría estimular aún más la inflación. A su vez, puede dar lugar a condiciones de financiación más

restrictivas, mientras que la depreciación también aumenta el coste del endeudamiento exterior y del servicio de la deuda.

La zona del euro está mostrando algunas señales de reequilibrio a corto plazo, pero su comportamiento global en el futuro requiere una coordinación estrecha y continuada de las respuestas políticas. Algunos reequilibrios dentro de la zona del euro se ven favorecidos por una evolución más intensa de los costes laborales unitarios en algunos países acreedores netos. La reciente dinámica de la balanza de pagos por cuenta corriente derivada de la perturbación externa, en general, también es favorable a un reequilibrio, ya que los países acreedores netos muestran una mayor reducción de sus amplios superávits. La diferente magnitud de las intervenciones políticas destinadas a mitigar el efecto del elevado precio de la energía y que trasladan la carga de la crisis energética entre los sectores empresarial, doméstico y público, así como la prevalencia de medidas relativas al precio no específicas son motivo de preocupación. El tipo y la composición de estas medidas, en términos de cómo afectan a la demanda y a los precios de la energía, así como sus efectos en las empresas y los hogares, pueden tener efectos indirectos para el resto de la zona del euro y poner en peligro la igualdad de condiciones. Esto exige que dichas medidas sean específicas y temporales. La falta de coordinación de las medidas políticas puede conducir a un aumento de la divergencia, obstaculizando la transmisión monetaria y amplificando los efectos heterogéneos de la crisis energética.

El análisis presentado en el presente IMA señala la necesidad de seguir de cerca la evolución y los riesgos relacionados con las tendencias comunes, que afectan tanto a los Estados miembros con desequilibrios preexistentes como a los que presentan nuevas vulnerabilidades. Las consecuencias de la guerra de Rusia en Ucrania, junto con las restricciones de la oferta mundial y las presiones inflacionistas, constituyen perturbaciones comunes que pueden entrañar riesgos para la estabilidad macroeconómica y el funcionamiento de la economía de la UE en su conjunto y, en particular, de la zona del euro. Dada su naturaleza común, deben considerarse dentro de un marco común que proporcione un contexto para cualquier análisis diferenciado por países.

Dentro de la base analítica de los próximos exámenes exhaustivos específicos de cada país, los servicios de la Comisión llevarán a cabo evaluaciones temáticas en profundidad sobre tres cuestiones de importancia clave en la coyuntura actual. Estas evaluaciones abarcarán cuestiones comunes a varios Estados miembros. Identificarán los factores comunes pertinentes para el análisis específico de cada país y se centrarán de forma más detallada en los países que en el presente IMA se considera que están más afectados. Las evaluaciones también se presentarán al Comité de Política Económica a principios de 2023, y se invitará a los Estados miembros pertinentes a aportar información para fundamentar un debate. Esto servirá de base para los exámenes exhaustivos específicos de cada país en el marco del paquete de primavera del Semestre Europeo. Se prepararán las siguientes notas temáticas:

- En una nota temática detallada sobre la **evolución del mercado de la vivienda** se examinarán los riesgos y factores relacionados con la evolución de los precios de la vivienda, los mercados hipotecarios y la deuda de los hogares. La nota se centrará en Chequia, Alemania, Estonia, Letonia, Lituania, Luxemburgo, Hungría, Países Bajos, Portugal, Eslovaquia y Suecia.

- Una nota temática en profundidad sobre la **dinámica de la competitividad** evaluará el alcance y el efecto de la transmisión de los costes de la energía a la inflación, así como la evolución de los salarios. Esta nota se centrará en Chequia, Estonia, Letonia, Lituania, Hungría, Rumanía y Eslovaquia.

- Una nota temática en profundidad sobre **la sostenibilidad y las balanzas exteriores** examinará la reducción de las balanzas comerciales con un enfoque horizontal. Esta nota se

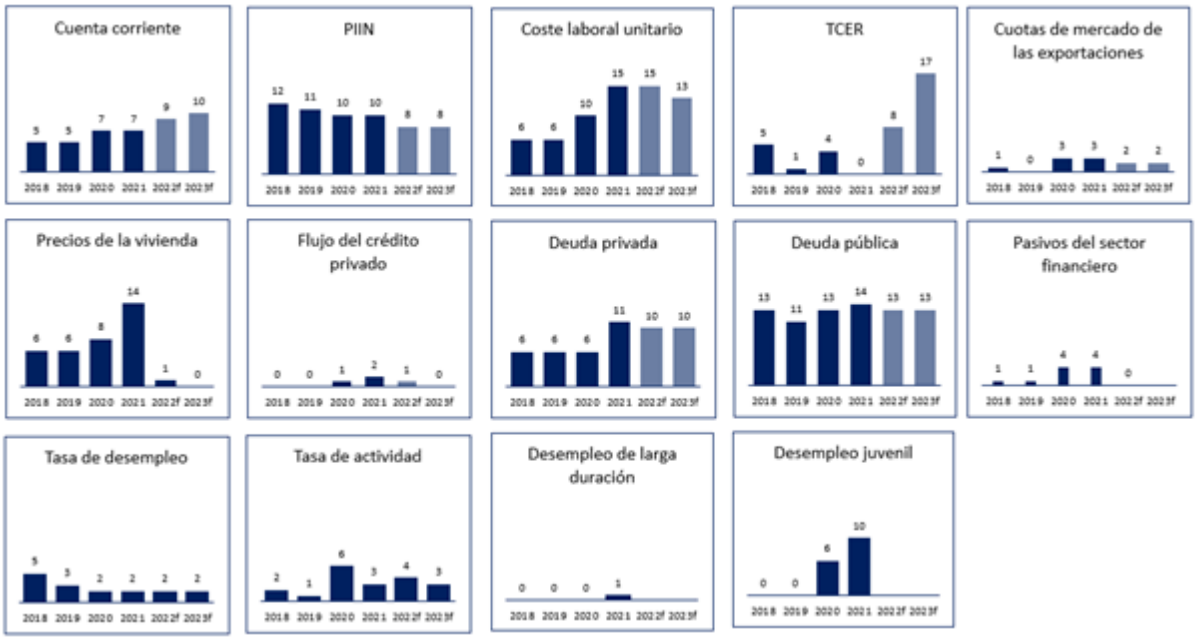
centrará en Alemania, Grecia, Chipre, Letonia, Lituania, Hungría, Países Bajos, Portugal, Rumanía y Eslovaquia.

Sobre la base de la evaluación del IMA, los exámenes exhaustivos también abordarán otras preocupaciones y cuestiones específicas de cada país. Esto incluirá los efectos de la evolución actual de los desequilibrios detectados en los exámenes exhaustivos de 2022 (**Alemania, Grecia, España, Francia, Italia, Chipre, Países Bajos, Portugal, Rumanía** y **Suecia**).

El presente IMA concluye que los exámenes exhaustivos están justificados para aquellos Estados miembros con desequilibrios excesivos o desequilibrios existentes. En el caso de los Estados miembros que han sido identificados previamente como países con desequilibrios o desequilibrios excesivos, los exámenes exhaustivos de 2023 evaluarán si dichos desequilibrios se están agravando, corrigiendo o se han corregido, con el fin de actualizar las evaluaciones existentes y las posibles necesidades políticas pendientes. Este será el caso de **Alemania, Grecia, España, Francia, Italia, Chipre, Países Bajos, Portugal, Rumanía,** y **Suecia.**

Además, se realizarán exámenes exhaustivos de los Estados miembros con riesgos particulares de aparición de nuevos desequilibrios. Los exámenes exhaustivos se basarán en las notas de evaluación temática en profundidad, que constituirán el contexto del análisis. El IMA concluye que los exámenes exhaustivos también están justificados en el caso de **Chequia, Estonia, Letonia, Lituania, Luxemburgo, Hungría y Eslovaquia**, que no han sido objeto de exámenes exhaustivos en el ciclo anterior, pero que podrían estar sujetos a riesgos particulares de desequilibrios macroeconómicos.

Gráfico 1:**Número de Estados miembros con variables del cuadro de indicadores por encima del umbral**



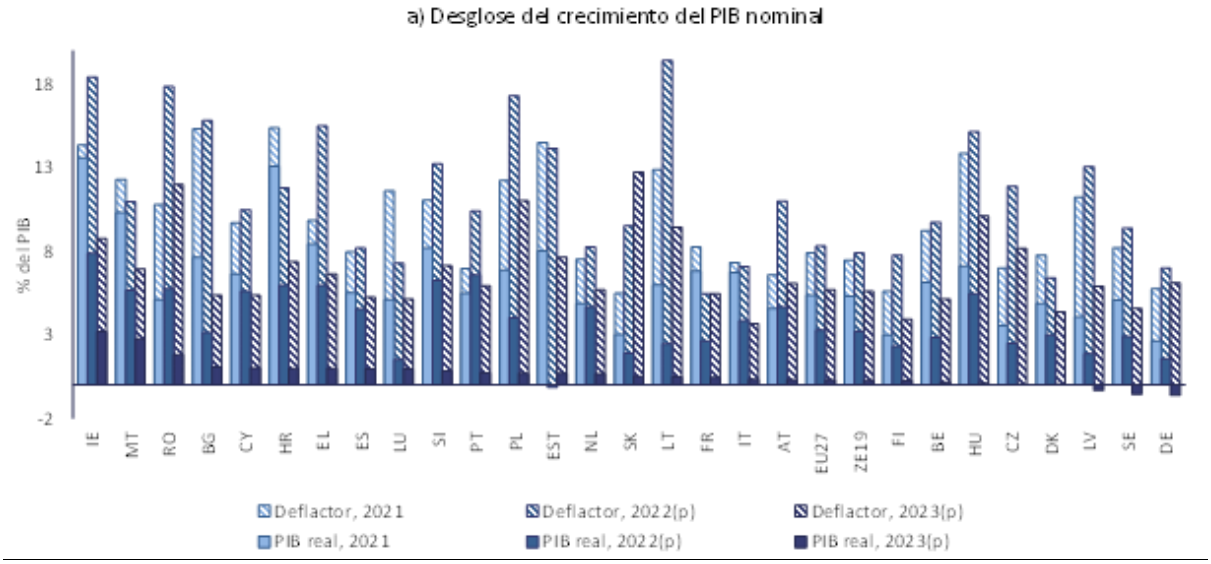
El número de Estados miembros que registran variables del cuadro de indicadores por encima de los umbrales pertinentes en un año determinado se basa en la recogida del cuadro de indicadores publicado con el respectivo IMA anual. Las posibles revisiones posteriores de los datos pueden suponer una diferencia en el número de valores que superan los umbrales calculados utilizando las cifras más recientes de las variables del cuadro de indicadores con respecto al número indicado en el gráfico anterior. Por ejemplo, el aumento del número de Estados miembros con lecturas de la balanza por cuenta corriente fuera de los umbrales recogidos entre 2019 y 2020 que se observa en el gráfico anterior se debe principalmente a las revisiones de los datos. Las previsiones relativas a los pasivos del sector financiero se realizan únicamente para 2022; no se realizan previsiones para el desempleo de larga duración y el desempleo juvenil.

Fuente: Eurostat y cálculos de los servicios de la Comisión (véase el anexo 2).

1. CONTEXTO MACROECONÓMICO

Tras la invasión rusa de Ucrania, la economía de la UE se encuentra en un punto de inflexión, pasando de una recuperación de la pandemia de COVID-19 a una desaceleración del crecimiento en un contexto de presiones inflacionistas. A principios de 2022, casi todas las economías de la UE habían compensado la disminución del PIB experimentada con la pandemia en 2020 y registraban un fuerte crecimiento. Con la invasión rusa de Ucrania en febrero de 2022, las perspectivas de la economía de la UE cambiaron significativamente. Según las previsiones del otoño de 2022 de la Comisión, se prevé que el crecimiento real en la UE caiga del 5,4 % en 2021 al 3,3 % en 2022 y al 0,3 % en 2023, y el sólido crecimiento de la producción en el primer semestre de 2022 ocultaría el deterioro que se está produciendo a lo largo del año (gráfico 1.1). ([4]) En septiembre de 2022, la inflación alcanzó un nuevo máximo histórico del 10,9 % en términos interanuales en la UE, frente a una tasa de inflación anterior a la pandemia inferior al 2 %. Solo en la zona del euro, la inflación alcanzó un máximo histórico del 10,7 % en octubre. Se espera que los países de la UE que dependen más del gas como fuente de energía se vean más afectados por la reciente perturbación (gráfico 1.2 b). En un contexto de elevada incertidumbre, la confianza de los consumidores y de los productores ha caído. Las condiciones de financiación se han vuelto claramente más difíciles, ya que las autoridades monetarias han empezado a endurecer su política para hacer frente a las elevadas presiones inflacionistas, que se espera que sigan siendo relativamente elevadas en 2023.

Gráfico 1.1: **Ralentización del PIB**



Fuente: Eurostat y AMECO. Países ordenados por las previsiones de crecimiento del PIB real para 2023.

La fuerte subida de los precios de la energía ha sido el principal factor de la inflación, pero otros factores han ampliado las presiones generales sobre los precios. La rápida recuperación mundial tras la primera ola de la pandemia impulsó el aumento de la demanda y los

([4]) Comisión Europea (2022), «Previsiones Económicas Europeas, otoño de 2022», Documento institucional 187, noviembre de 2022. A partir de 2022, las cifras anuales corresponden a las previsiones de la Comisión Europea.

precios de la energía y otras materias primas. Esta fue la primera etapa del repunte de la inflación energética. ([5]) En la UE, esto se combinó con la presión de la demanda, derivada del consumo reprimido y de la liberación del elevado ahorro de los hogares acumulado durante la fase aguda de la pandemia que condujo a una rápida expansión de la demanda interna cuando se relajaron las restricciones. ([6]) Las medidas de estímulo fiscal también siguieron apoyando la demanda en la UE más allá del período agudo del inicio de la pandemia. Esta presión de la demanda estuvo acompañada de cuellos de botella efectivos en la oferta, que presionaron al alza los precios de los productos manufacturados. Tras la invasión rusa de Ucrania en febrero de 2022, la interrupción del suministro de gas ruso a Europa disparó el precio de la energía, que se convirtió en el principal factor de la inflación IPCA (gráfico 1.2 a).

La evolución de la renta de los hogares durante la pandemia allanó el camino para un fuerte repunte cuando se levantaron las restricciones y las condiciones del mercado comenzaron a tensarse en algunos países y sectores. Varias medidas políticas, en particular las medidas de apoyo al empleo, protegieron la renta de los hogares en 2020 y 2021. Como consecuencia de ello, la renta real disponible de los hogares aumentó entre 2019 y 2021 en la mayoría de los países de la UE, aunque con variaciones significativas. Paralelamente, en muchos países, los hogares acumularon ahorros netos a lo largo de la pandemia y las limitadas oportunidades de consumo desempeñaron un papel importante. Un mayor aumento de la renta disponible en 2021 ha permitido que los hogares soporten un aumento más generalizado de los precios sin que se produzca una reducción de la demanda, lo que, a su vez, ha permitido a algunas sociedades no financieras mantener o incluso incrementar los beneficios en dicho período. ([7]) Es probable que este efecto disminuya, ya que se prevé que la renta bruta disponible real disminuya en la mayoría de los países de la UE en 2022 (véase la sección 2.4). Aunque el desempleo se estabilizó mediante medidas políticas, la atonía general del mercado de trabajo aumentó en 2020. Desde entonces, en 2021, ha ido disminuyendo con la recuperación de la demanda y un fuerte aumento de los empleos vacantes. ([8]) La tendencia a largo plazo de reducción de la población en edad laboral debido al envejecimiento de la población y a los cambios en las tendencias migratorias también puede haber contribuido a tensionar los mercados de trabajo en varios países de la UE. La atonía del mercado de trabajo en el segundo trimestre de 2022 fue baja en varios países de la UE que registraron una elevada inflación subyacente (gráfico 1.2 d).

A pesar de las amplias medidas políticas adoptadas para contener los precios de la energía, dichos precios están en el origen de una gran presión económica y de incertidumbre. El aumento del precio de la energía representa una perturbación en la relación de intercambio que impone costes a la economía de la UE. En toda la UE, los Gobiernos han intentado limitar la carga que supone el aumento de los precios de la energía para las empresas y los hogares mediante la redistribución de la carga, pero no pueden eliminar las repercusiones

([5]) Véase C. Buelens y V. Zdarek, (2022), *Euro area inflation shaped by two years of COVID-19 pandemic* [«La inflación de la zona del euro moldeada por dos años de la pandemia de COVID-19», documento en inglés], Informe trimestral de la zona del Euro (QREA, por sus siglas en inglés), Dirección General de Asuntos Económicos y Financieros (ECFIN), Comisión Europea, vol. 21, n.º 1, pp. 7-20, para un análisis de la inflación en la zona del euro antes de la agresión militar de Rusia contra Ucrania.

([6]) Véase también R. Reis (2022), *The Burst of High Inflation in 2021-22: How and Why We Get Here?* [«El estallido de la alta inflación en 2021-2022: ¿Cómo y por qué hemos llegado hasta aquí?», documento en inglés], documento de reflexión del CEPR SP17514, para un debate sobre el papel de la rápida recuperación en el impulso de la inflación.

([7]) Véase también el Banco Nacional Checo (2022), Informe sobre política monetaria, verano de 2022, recuadro 1.

([8]) Según Eurostat, la atonía del mercado de trabajo se refiere a la suma de todas las demandas de empleo no satisfechas e incluye cuatro grupos: (1) desempleados según la definición de la Organización Internacional del Trabajo (OIT), 2) trabajadores a tiempo parcial subempleados (es decir, trabajadores a tiempo parcial que desean trabajar más), 3) personas que están disponibles para trabajar, pero no buscan trabajo, y 4) personas que buscan trabajo, pero no están disponibles para trabajar.

económicas globales. Las medidas varían considerablemente de un país a otro, desde la congelación de precios y la reducción de la presión fiscal hasta los regímenes de ayuda a la renta, y se está estudiando la posibilidad de conceder más ayudas. Estas medidas no pueden compensar plenamente los efectos totales de la subida del precio de la energía en los hogares y las empresas, que afrontan costes mucho mayores, aunque con grandes variaciones en función de su consumo de energía y de su exposición a precios al por menor más elevados. La propia inflación de los precios de la electricidad ha variado en la UE, no solo debido a las políticas públicas, sino también como resultado de la combinación energética, los acuerdos contractuales de los países y la consiguiente transferencia de los precios al por mayor de la electricidad a los precios minoristas. Representa un cambio importante en los costes y los precios relativos que podría conducir a variaciones estructurales significativas y duraderas en todos los sectores y países, en función de su duración e intensidad.

Las elevadas presiones inflacionistas se han extendido más allá de la energía, lo cual entraña el riesgo de que se afiancen las divergencias de inflación. En 2022, la inflación subyacente ha aumentado significativamente en todos los países de la UE y de la zona del euro y, en parte, la extensión refleja el efecto indirecto de la subida de los precios de la energía. Existen grandes diferencias entre países en cuanto a la inflación subyacente en 2022, que oscila entre el 2,8 % y el 11,5 % entre los países de la UE, y entre el 2,8 % y el 9,8 % dentro de la zona del euro. La heterogeneidad de la respuesta política a la perturbación de los precios de la energía se refleja en diversas medidas relativas a la inflación, como los deflactores del comercio y del PIB. Aunque la transmisión de la inflación energética desempeña un papel importante, es probable que otros factores sean también importantes, como los cuellos de botella en la oferta y la demanda reprimida. Los efectos secundarios derivados de un aumento de los costes salariales aún no son visibles, pero se pueden estar desarrollando en algunos países de la UE. Los precios de la vivienda han subido hasta niveles muy elevados, impulsados por las prolongadas restricciones de la oferta, y su continua subida, a pesar del incremento de los costes de financiación, podría suponer con el tiempo un nuevo impulso para la inflación.

Los cuellos de botella de la cadena de suministro podrían estar disminuyendo, pero siguen limitando el suministro en varios sectores. En 2022, se siguen produciendo las continuas presiones derivadas de las perturbaciones de la cadena de suministro, aunque estas presiones podrían estar disminuyendo en algunos sectores. ([9]) Los datos de enero y febrero de 2022 de los índices de gestores de compras (PMI) relativos a los plazos de entrega de los proveedores y al análisis dinámico de los factores, incluidos otros indicadores (retrasos en el trabajo, ratio entre pedidos y existencias, precios de los insumos intermedios y costes de envío) sugieren que las presiones sobre la cadena de suministro, aunque siguen siendo históricamente elevadas, han alcanzado su punto máximo y han empezado a suavizarse en la UE. El PMI de octubre de 2022 sigue indicando una caída de los plazos de entrega y una disminución de los cuellos de botella en la oferta. ([10]) Sin embargo, las posibles perturbaciones relacionadas con la guerra en Ucrania podrían dar lugar a un retroceso. El aumento del precio de la energía, junto con tensiones geopolíticas más amplias, está causando perturbaciones significativas en sectores clave, como las industrias de gran consumo de energía, y limitando su acceso a materias primas esenciales. En función de la participación en la cadena de suministro, esta evolución también puede conducir a una evolución diferente de la inflación subyacente en toda la UE.

A pesar del aumento de los costes laborales unitarios en varios países, los salarios nominales no siguen, en general, el ritmo de la inflación, lo cual se traduce en una

([9]) https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/focus/2022/html/ecb.ebbox202202_01~272e32f7f4.en.html.

([10]) https://ihsmarkit.com/research-analysis/flash-pmi-data-to-highlight-recession-risks-and-varying-inflation-trends-at-start-of-fourth-quarter-October2022.html.

reducción del poder adquisitivo. En 2022, se espera que la remuneración por empleado crezca hasta el 4,2 % ([11]) en la zona del euro y que la productividad laboral se sitúe en el 1,2 %, provocando un aumento de los costes laborales unitarios del 3 %. Sin embargo, la evolución de los costes laborales unitarios ha variado de un país a otro (gráfico 1.2 e). No se espera que los salarios nominales sigan el ritmo de la inflación. Esto ayuda a proteger a las empresas de un nuevo aumento de los costes de producción y preserva el empleo, pero supone una pérdida de poder adquisitivo para los hogares. La pérdida de poder adquisitivo afecta a la demanda y aumenta el riesgo de tensiones en los balances de los hogares vulnerables.

La política monetaria ha empezado a normalizarse, impulsando al alza los costes de financiación e provocando correcciones en el precio de los activos. En julio, el BCE mantuvo su reducción de los volúmenes de compra de activos y dio un paso más en su senda de normalización, elevando los tres tipos de interés oficiales en 50 puntos básicos, señalando una nueva normalización y aprobando el Instrumento de Protección de la Transmisión (TPI). En septiembre y octubre se produjeron nuevas subidas de los tipos de interés oficiales. El aumento de los costes de financiación de los bancos se ha repercutido parcialmente en el aumento de los tipos de interés aplicados a los préstamos bancarios, en particular en el caso de los hogares, mientras que, en algunos casos, los precios de los activos se han ajustado a la baja. En la zona del euro, la calidad crediticia se ha elevado para todas las categorías de préstamos en el segundo trimestre de 2022 y ha seguido endureciéndose en el tercer trimestre, debido a la preocupación por los riesgos a los que se enfrentan los prestatarios en un entorno macroeconómico incierto. Los rendimientos de los Gobiernos de la zona del euro han sido volátiles y han aumentado notablemente en el 2022, aunque se espera que el riesgo de que se produzcan importantes diferenciales de los tipos de interés nominales entre los países de la zona del euro se vea mitigado por la introducción del TPI. Las condiciones monetarias también se han endurecido en los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro, ya que los bancos centrales de estos países han endurecido su orientación política en un contexto de elevada inflación, lo que ha conducido a un aumento de los costes de financiación para el Gobierno y el sector privado.

El tipo de cambio efectivo nominal del euro se ha debilitado y las variaciones de las monedas de la UE no pertenecientes a la zona del euro han sido desiguales. El euro ha experimentado una considerable volatilidad con respecto al dólar en 2022, pero esta presión se refiere a la depreciación del euro, ya que el banco central estadounidense ha endurecido la política monetaria más rápidamente que el BCE. El euro también está expuesto a riesgos geopolíticos y económicos relacionados con la guerra en Ucrania, que son específicos de la UE, mientras que el dólar se beneficia de flujos de refugio seguro, como suele suceder en tiempos de incertidumbre. Habida cuenta de las diferentes exposiciones de los Estados miembros de la zona del euro al comercio y a los flujos financieros de fuera de la UE, los movimientos del euro en sí representan perturbaciones asimétricas que pueden dar lugar a diferentes movimientos de los tipos de cambio efectivos nominales (TCEN), un hecho que ha sido documentado en la literatura. ([12]) Entre las monedas de la UE no pertenecientes a la zona del euro, la corona checa ha experimentado una apreciación significativa en un contexto de marcado endurecimiento de la política monetaria, junto con una intervención en los tipos de cambio (gráfico 1.2 c). El esloti polaco y, especialmente, el forinto húngaro han seguido una tendencia de depreciación a pesar del endurecimiento de la política monetaria interna. En marzo de 2022, las monedas de ambos países se depreciaron considerablemente en un contexto de aumento de la incertidumbre tras la agresión rusa contra

([11]) Los trabajadores que se reincorporan al trabajo tras los sistemas de mantenimiento del empleo, que recibían transferencias directas en lugar de salarios, aumentan los costes laborales unitarios estimados debido al cambio en su remuneración.

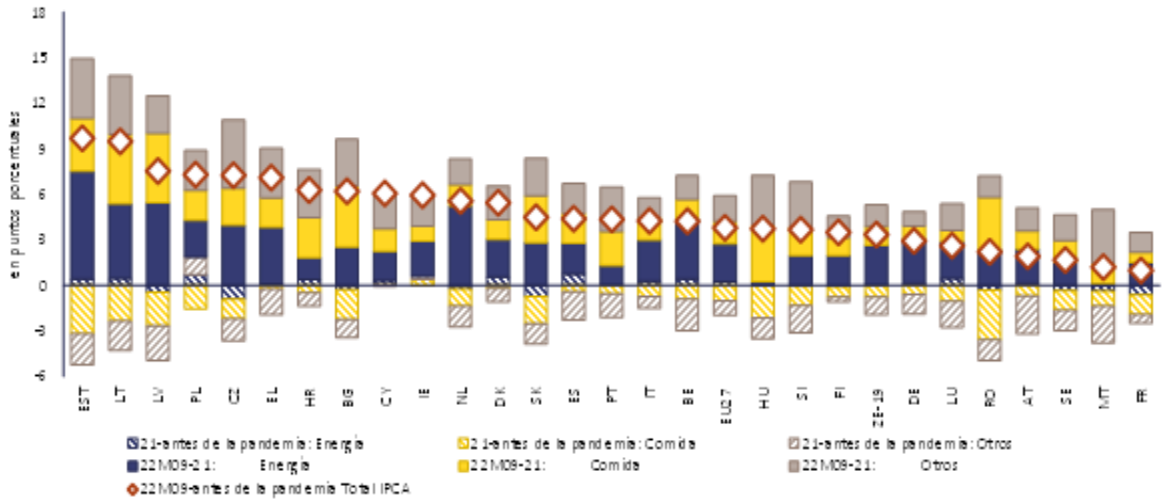
([12]) Véase P. Honohan y P.R. Lane (2003), *Divergent inflation rates in EMU* [«Tasas de inflación divergentes en la UEM», documento en inglés], Economic Policy, 18(37), 357-394; y, I. Angeloni y M. Ehrmann (2007), *Euro area inflation differentials* [«Diferenciales de inflación en la zona euro», documento en inglés], The B.E. Journal of Macroeconomics, 7(1).

Ucrania y el endurecimiento de las condiciones financieras mundiales. Croacia ha actuado para seguir estabilizando su moneda en relación con el euro, mientras que Dinamarca ha mantenido su antigua vinculación al euro y Bulgaria opera con una caja de conversión anclada en el euro. Tras más de dos años de participación de la kuna en el mecanismo europeo de tipos de cambio II (MTC II) sin fricciones, Croacia se incorporará a la zona del euro en enero de 2023. ([13]) La corona sueca se depreció el año pasado, a pesar del endurecimiento de la política monetaria.

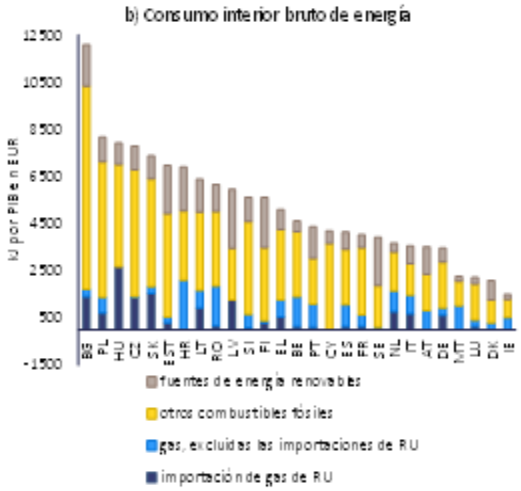
([13]) El tipo de conversión fijado por el Consejo es de 7,53450 HKR/EUR. REGLAMENTO DEL CONSEJO por el que se modifica el Reglamento (CE) n.º 2866/98 en lo que se refiere al tipo de conversión entre la moneda croata y el euro, julio 2022.

Gráfico 1.2: **Contexto macroeconómico**

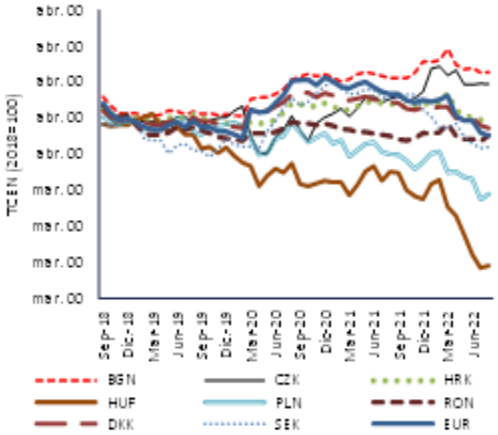
a) Inflación IPCA relativa al periodo anterior a la pandemia, por periodo y contribuciones a los componentes



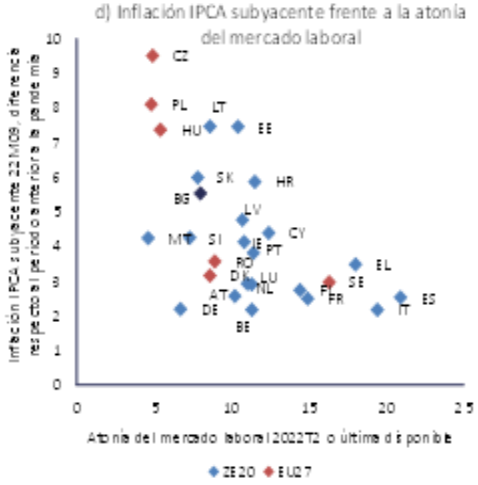
b) Consumo interior bruto de energía



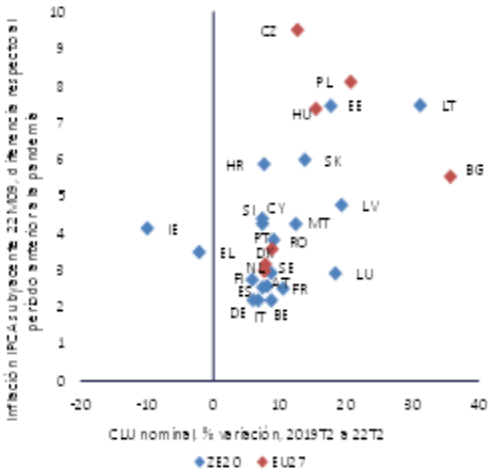
c) Índice de tipos de cambio efectivo nominal



d) Inflación IPCA subyacente frente a la atonía del mercado laboral



e) Inflación IPCA subyacente frente a la variación del CLU nominal



(1) La inflación previa a la pandemia corresponde al porcentaje medio de variación anual observada durante el período 2017-2019 para el índice IPCA. La inflación subyacente para septiembre de 2022 se calcula como la media del índice IPCA excluidos la energía, los alimentos, el alcohol y el tabaco durante los nueve primeros meses de 2022, en comparación con la media del mismo período de 2021.
Fuente: Eurostat y AMECO.

Recuadro 1.1: Evolución del empleo y de la situación social

Antes de la agresión militar de Rusia contra Ucrania, se produjo una sólida recuperación del mercado de trabajo en la UE. La fuerte recuperación económica que siguió a la recesión de la COVID-19 estuvo acompañada de una fuerte creación de empleo y una disminución del desempleo (gráfico 1.3 a). La tasa de desempleo de la UE (15-74 años) llegó al 6,4 % a finales de 2021 y siguió disminuyendo en 2022 hasta el 6 % en agosto y septiembre, las tasas más bajas en más de dos décadas. Las condiciones generales del mercado de trabajo siguieron mejorando en 2022, impulsadas por la plena apertura de las economías, la mejora de la situación epidemiológica, el efecto de la demanda reprimida y la buena temporada turística que siguió a la flexibilización de la movilidad. Sin embargo, el empleo en el sector manufacturero siguió estancado. Gracias al rápido aumento de la demanda, la escasez de mano de obra alcanzó nuevos máximos y, aunque la escasez se dio en varios sectores, fue mayor en los servicios que en la industria manufacturera. El crecimiento del empleo se aproximó al 1,5 %, y la tasa de empleo de la UE (20-64 años) alcanzó el 74,1 % en el cuarto trimestre de 2021, aunque en el sector manufacturero se mantuvo dos puntos porcentuales por debajo de los niveles anteriores a la pandemia. En cambio, la creación de empleo fue bastante sólida en los servicios con menos contacto (como la sanidad, la administración pública, las TIC) y la construcción (gráfico 1.3 b).

Se espera que el mercado de trabajo se ralentice en vista del deterioro de las perspectivas económicas. En 2022, el mercado de trabajo ha seguido siendo resiliente debido a la persistencia de los efectos positivos de la recuperación que siguió a la reapertura de la economía tras el confinamiento. Sin embargo, el aumento de los precios de la energía también representa un riesgo importante para el mercado de trabajo en el futuro. Aunque el mayor coste de la energía se deja sentir con más fuerza en los sectores que más dependen de ella, tiene efectos secundarios en casi todos los sectores. Los efectos de una perturbación del precio del gas en el empleo pueden diferir de un país a otro en función de su competitividad. Las estimaciones econométricas sugieren que un aumento del 10 % en el precio del gas natural podría suponer una reducción de la producción de un 0,6 % después de dos años, mientras que el empleo disminuiría un 0,3 % y los salarios reales un 0,2 %. ([14]) Los efectos en el empleo podrían verse atenuados mediante una reducción de las horas trabajadas por persona empleada. La contribución al aumento del desempleo podría ser mayor en los servicios que en el sector manufacturero, ya que el acaparamiento de mano de obra es más frecuente en el segundo, mientras que el empleo es más sensible al ciclo económico en el primero, que tiene una proporción relativamente mayor de trabajadores temporales. ([15])

- En comparación con la cifra anual de 2021, en el segundo trimestre de 2022 la tasa de desempleo disminuyó en todos los países, especialmente en Grecia (–2,5 puntos porcentuales), España (–2,3), Irlanda (–1,9), Austria (–1,8) y Lituania (–1,6 puntos porcentuales). La diferencia entre la tasa de desempleo más alta de España (12,5 %) y la más baja de Chequia (2,4 %) cayó a 10,1 puntos porcentuales, la brecha más baja desde octubre de 2008.

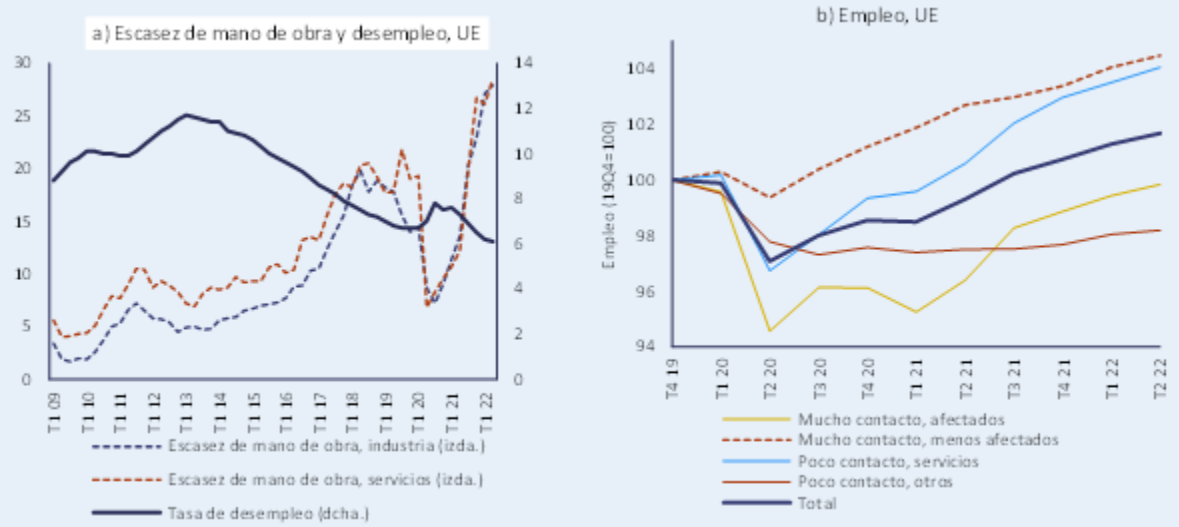
([14]) Para un debate más profundo, véase el informe de la Comisión Europea de 2022 sobre la evolución del mercado de trabajo y de los salarios en Europa (de próxima publicación).

([15]) Durante la recesión de la COVID-19, la disminución del total de horas trabajadas por los trabajadores temporales se debió principalmente a la pérdida de puestos de trabajo, mientras que en el caso de los trabajadores fijos se debió a un descenso de las horas por trabajador.

- En 2021, las tasas de empleo de casi todos los Estados miembros (20-64 años) repuntaron rápidamente y superaron sus niveles anteriores a la pandemia. Entre 2020 y 2021, los mayores aumentos se observaron en Grecia (4,3 puntos porcentuales), Irlanda (2,8), Polonia (2,7), España (2) y Luxemburgo (2 puntos porcentuales). La tasa de empleo solo disminuyó en Letonia (–1,6 puntos porcentuales). En el primer semestre de 2022, la tasa de empleo siguió aumentando en todos los países, especialmente en Irlanda (+ 3,6 puntos porcentuales por término medio en el primer semestre de 2022 en relación con la cifra anual de 2021) y Grecia (+ 3,8 puntos porcentuales por término medio en el primer semestre de 2022 en relación con la cifra anual de 2021).

- En el segundo trimestre de 2022, el empleo en el sector manufacturero se mantuvo muy por debajo de los niveles anteriores a la pandemia en algunos Estados miembros, entre ellos Bulgaria, Alemania, España, Polonia, Eslovaquia y Rumanía.

Gráfico 1.3: **Empleo, desempleo y escasez de mano de obra**



Notas: (1) Alto contacto, sectores afectados: comercio al por mayor y al por menor; transportes, hostelería, artes, actividades domésticas. Alto contacto, sectores menos afectados: construcción, administración pública, sanidad, educación. Bajo contacto, servicios: información y comunicación, financiero, actividades profesionales, inmobiliario. Bajo contacto, otros: industria manufacturera, minería, agua y agricultura.
Fuente: Servicios de la Comisión Europea.

2. DESEQUILIBRIOS, RIESGOS Y AJUSTES: PRINCIPALES NOVEDADES

2.1. SECTOR EXTERIOR

Las balanzas de pago por cuenta corriente de la mayoría de los Estados miembros registraron variaciones pequeñas o moderadas en 2021 que, a menudo, solo revirtieron parcialmente las variaciones de hace un año. En particular, la recuperación de la balanza turística contribuyó a una mejora parcial de la balanza de pagos por cuenta corriente en algunos países con gran deuda neta. En 2021, a pesar de la mejora, la balanza de pagos por cuenta corriente de algunos de estos países de la UE siguió registrando un gran déficit y su posición de inversión internacional neta (PIIN) continuó siendo muy negativa. Al mismo tiempo, algunos grandes superávits por cuenta corriente aumentaron, acercándose a sus niveles de 2019, tras un ligero descenso en 2020. En general, los elevados superávits por cuenta corriente de algunos países siguieron superando de manera significativa aquello que puede explicarse mediante las variables fundamentales. ([16]) Otros países registraron pequeñas reducciones y, en algunos casos, los saldos se situaron muy por debajo de los registrados en 2019 (gráfico 2.1.1 a).

Las balanzas de pagos por cuenta corriente están disminuyendo considerablemente en 2022, impulsadas principalmente por el elevado precio de la energía (gráfico 2.1.1 a). Los dos factores más importantes de las variaciones de la balanza de pagos por cuenta corriente en 2021 y en lo que va de 2022 han sido el descenso de la balanza comercial de la energía ([17]) y, en sentido opuesto, la recuperación de los viajes internacionales. La recuperación del turismo está beneficiando sobre todo a los países deudores netos, pero sigue siendo parcial; la mayoría de los países que dependen en gran medida de las exportaciones turísticas siguen presentando balanzas turísticas por debajo de su nivel anterior a la pandemia, aunque no se dispone aún de los datos de la principal temporada turística, el tercer trimestre de 2022. Además, la mejora de las balanzas turísticas se ve a menudo superada por los efectos de los elevados precios de la energía, que afectan a casi todos los países (gráficos 2.1.3 d y e). En varios países, también se está produciendo un deterioro notable de las balanzas comerciales no energéticas en 2022. En algunos casos, esto se debe a la resiliencia de la demanda interna. El efecto general es un fuerte descenso de la balanza de pagos por cuenta corriente en 2022 y una serie de países que tenían superávit en años

([16]) Las balanzas de pagos por cuenta corriente correspondientes a las variables económicas fundamentales («normas de la balanza de pagos por cuenta corriente») se obtienen a partir de regresiones reducidas que integran los principales determinantes del equilibrio ahorro-inversión, incluidos los determinantes de las variables económicas fundamentales, los factores políticos y las condiciones financieras mundiales. Véase L. Coutinho *et al.* (2018), *Methodologies for the assessment of current account benchmarks* [«Metodologías para la evaluación de los índices de referencia de la balanza por cuenta corriente», documento en inglés], Economía Europea, Documento de reflexión 86/2018, para la descripción de la metodología para el cálculo de la cuenta corriente basada en las variables económicas fundamentales utilizadas en el presente IMA; la metodología es similar a la de S. Phillips *et al.* (2013), *The External Balance Assessment (EBA) Methodology* [«La metodología de la evaluación de la balanza exterior», documento en ingles], Documento de trabajo del FMI, 13/272.

([17]) La balanza de energía corresponde a la balanza comercial de bienes de la sección «3. Combustibles y lubricantes, minerales y productos conexos» de la Clasificación Uniforme para el Comercio Internacional (CUCI).

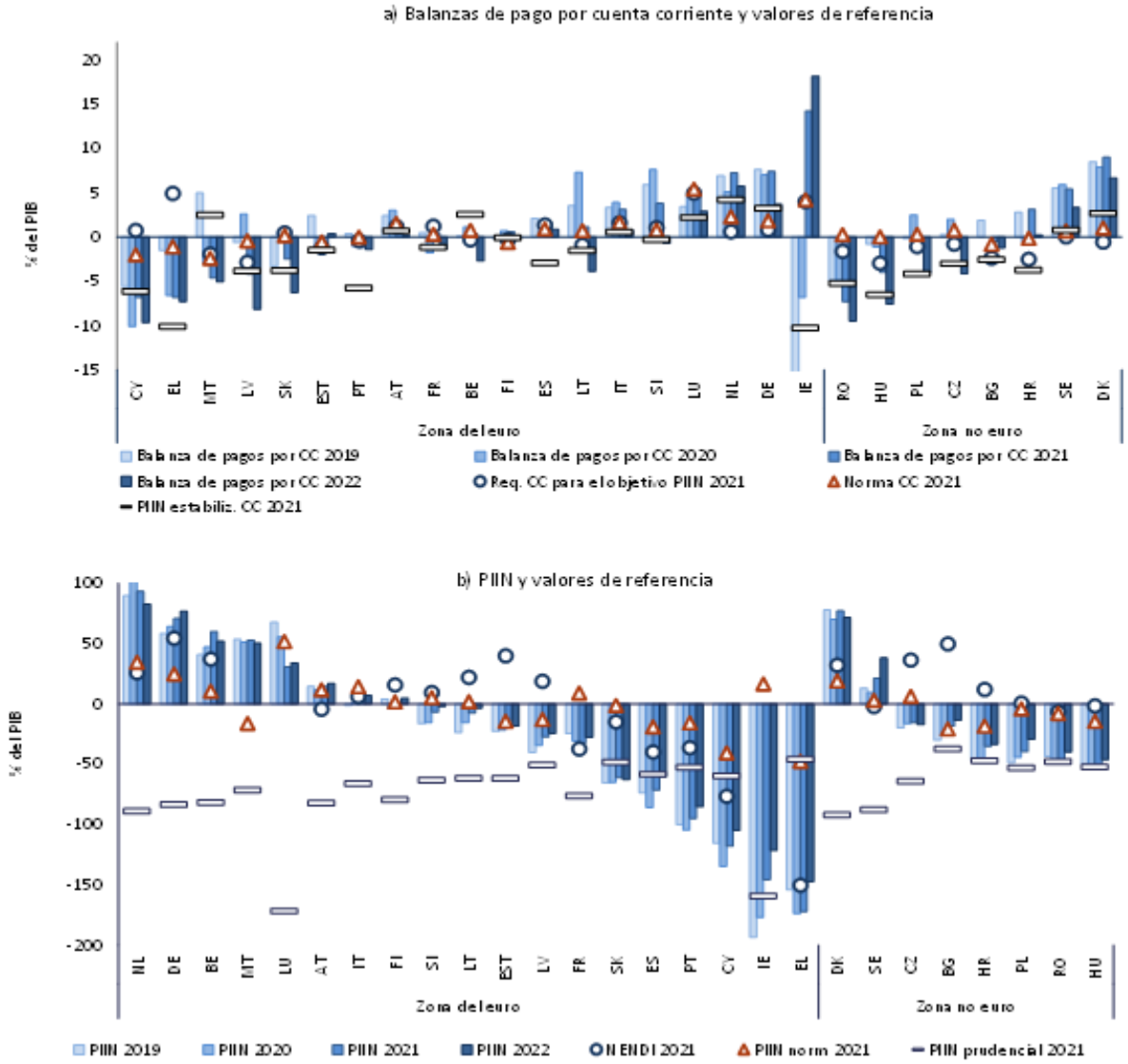
anteriores entran en déficit. Las previsiones para 2023 indican un aumento leve de la balanza de pagos por cuenta corriente en muchos países de la UE, pero no en todos, aunque a menudo este aumento es claramente inferior al deterioro registrado en 2022.

El fuerte crecimiento del PIB nominal en 2021 contribuyó a reducir las posiciones de inversión internacional neta, tanto negativas como positivas. En 2021, el fuerte efecto denominador gracias a una notable recuperación del crecimiento económico redujo, pero no siempre deshizo, la dispersión en las PIIN que se había producido en 2020 (gráfico 2.1.1 b y gráfico 2.1.3 a). Este patrón ha continuado en 2022, y las ratios PIIN/PIB de los países con gran deuda neta a menudo registraron mejoras considerables, aunque la mayoría se mantienen por debajo de los niveles prudenciales de PIIN. ([18]) En la mayoría de estos países deudores netos, los resultados recientes de la balanza de pagos por cuenta corriente están por debajo de los niveles propicios para una rápida corrección de sus saldos negativos, según la balanza de pagos por cuenta corriente necesaria para alcanzar un objetivo específico de PIIN, aunque solo ligeramente en el caso de España y Portugal (gráfico 2.1.1 a y b). En cambio, la PIIN de varios países acreedores netos se ha mantenido considerablemente por encima de lo sugerido por las variables económicas fundamentales.

Desde una perspectiva sectorial, la capacidad de financiación neta de los hogares está disminuyendo en 2022 como consecuencia de la reducción del poder adquisitivo. En 2021, las posiciones de capacidad/necesidad de financiación en la mayoría de los Estados miembros se caracterizaron por la necesidad de financiación neta de los Gobiernos y por una capacidad de financiación neta positiva por parte del sector privado, tanto de los hogares como de las empresas (gráfico 2.1.3 b). Se produjo una ligera reversión del apoyo fiscal excepcional aplicado en 2020 para mitigar la crisis pandémica, compensando en gran medida una pequeña disminución de la capacidad de financiación neta del sector privado. Está previsto que en 2022 se mantenga el apoyo fiscal, aunque se espera que la mayoría de los Estados miembros sigan registrando una mejora de las posiciones netas de los Gobiernos (gráfico 2.1.3 c). Al mismo tiempo, se espera que predomine el descenso de la capacidad de financiación neta de los hogares, lo que en la mayoría de los casos contribuirá a una menor necesidad/capacidad de financiación neta.

([18]) El valor de referencia de la balanza de pagos por cuenta corriente que estabiliza la PIIN se define como la balanza de pagos por cuenta corriente necesaria para estabilizar la PIIN al nivel actual en los próximos diez años. La balanza de pagos por cuenta corriente necesaria para alcanzar un objetivo específico de PIIN es la que se requiere para alcanzar el umbral prudencial durante los próximos diez años, o para reducir a la mitad la brecha con respecto a la PIIN, en consonancia con las variables económicas fundamentales, la que sea mayor. 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. La PIIN en línea con las variables fundamentales (normas de la PIIN) se obtiene como la acumulación a lo largo del tiempo de los valores de las normas de la balanza de pagos por cuenta corriente. Para el método de cálculo de los niveles de referencia prudenciales y basados en las variables económicas fundamentales de la PIIN, véase A. Turrini y S. Zeugner (2019), *Benchmarks for Net International Investment Positions* [«Valores de referencia para posiciones de inversión internacional netas», documento en inglés], Economía Europea, Documento de reflexión 097/2019.

Gráfico 2.1.1: **Balanzas de pagos por cuenta corriente y posición de inversión internacional neta (PIIN)**



Los países figuran en orden creciente de las balanzas de pagos por cuenta corriente en 2021 y en orden decreciente de las ratios PIIN/PIB en 2021. CC corresponde a balanza de pagos por cuenta corriente. La NENDI es la PIIN excluidos los instrumentos sin riesgo de impago. Normas de la balanza de pagos por cuenta corriente: véase la nota a pie de página 16. Para los conceptos de norma, umbral prudencial de la PIIN y valor de referencia de la balanza de pagos por cuenta corriente que estabiliza la PIIN y la CC requerida para alcanzar el objetivo específico de la PIIN: véase la nota a pie de página 18.
Fuente: Eurostat y cálculos de los servicios de la Comisión.

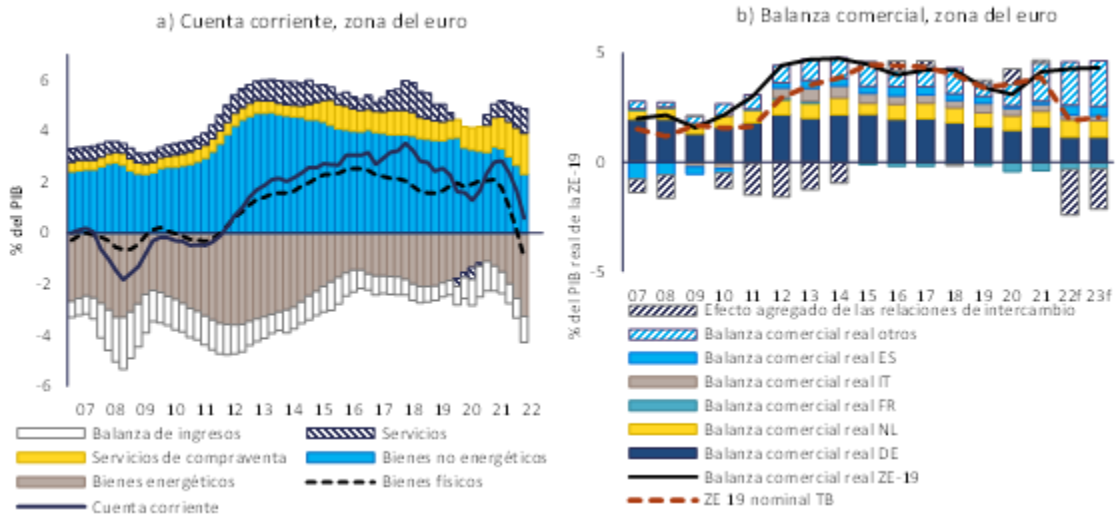
El endurecimiento de la política monetaria mundial, en un contexto de elevada inflación, así como de riesgos geopolíticos elevados, podría afectar a las condiciones de financiación exterior de algunos Estados miembros no pertenecientes a la zona del euro. Como se expone en la sección 1, tanto la pandemia como, más recientemente, el aumento de la incertidumbre tras la agresión de Rusia a Ucrania, han conducido a modificaciones en algunos tipos de cambio de países no pertenecientes a la zona del euro, con la depreciación del esloti polaco y el forinto húngaro. Si surgieran riesgos de (re)financiación externa, los países con importantes reservas de divisas, así como aquellos que registran superávits sólidos en los flujos exteriores, estarían menos expuestos. Las necesidades de financiación externa, también del sector público, desempeñan un papel en este contexto (véase la sección 2.6 sobre el sector público).

El superávit de la balanza de pagos por cuenta corriente de la zona del euro está disminuyendo de forma acusada en 2022. Los costes de la energía son el factor clave para la fuerte reducción de la balanza de pagos por cuenta corriente de la zona del euro durante el año (gráfico 2.1.2 a). Desde 2021, los problemas de suministro mundiales han provocado una fuerte subida de los precios de las importaciones de bienes, más allá de las materias primas. Esto se refleja en la balanza comercial de la zona del euro con respecto a China, que ha disminuido más de un punto porcentual del PIB en comparación con 2019. Las elevadas importaciones de existencias y los precios de las importaciones procedentes de China explican en parte el fuerte descenso del superávit comercial de Alemania en particular. Además, la demanda mundial de exportaciones europeas se está ralentizando, ya que la desaceleración en China y el endurecimiento de la política monetaria de Estados Unidos afectan a la demanda no solo de estos dos socios comerciales, sino también en la mayoría de los mercados emergentes. Como se indica en la sección 1, el euro ha sufrido una fuerte depreciación, en particular frente al dólar estadounidense. Esto afecta a la balanza comercial de la zona del euro, ya que la proporción de las importaciones denominadas en dólares, especialmente en el caso de los bienes energéticos, supera en gran medida la denominación en dólares de las exportaciones. Sin embargo, los ingresos procedentes de activos extranjeros denominados en dólares, así como la compraventa y los ingresos procedentes del comercio mundial de materias primas han amortiguado en cierta medida el efecto general de la perturbación de la relación de intercambio sobre la balanza exterior.

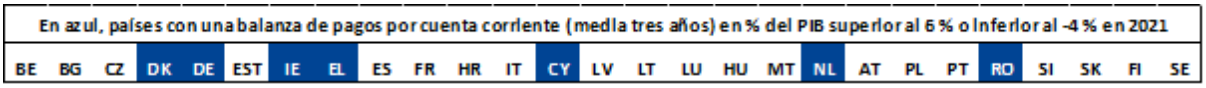
La caída de la balanza comercial de la zona del euro en 2022 ha sido impulsada por la perturbación de la relación de intercambio, mientras que la demanda real ha seguido siendo elevada. La perturbación de la relación de intercambio que se ha producido en 2022, debido a unos precios de importación de la energía mucho más elevados y al debilitamiento del euro, ha impulsado el descenso de la balanza comercial nominal de la zona del euro y, por extensión, de la balanza de pagos por cuenta corriente (gráfico 2.1.2 b). Si se mide en términos reales, es decir, a precios constantes, se prevé que la balanza comercial se refuerce ligeramente en 2022, ya que la demanda agregada real debe crecer ligeramente por debajo del PIB. Se prevé que el crecimiento de la demanda real supere el crecimiento de la producción en 2022 en los grandes países acreedores netos, lo que ha reducido su contribución al superávit de la balanza de pagos por cuenta corriente de la zona del euro (gráfico 2.1.2 b). Se prevé que esta situación persista en 2023. Varios países deudores netos mejoraron su balanza comercial real, ya que la demanda no siguió la recuperación del crecimiento del PIB. El conjunto de los países más pequeños es el que impulsa la estabilidad de la balanza comercial real en 2022 y contrarresta la caída de la balanza real de Alemania, el mayor contribuyente a la zona del euro.

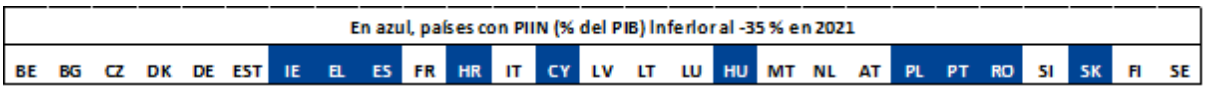
Las previsiones para 2023 apuntan a la estabilidad general de la balanza comercial de la zona del euro, incluida su composición, pero esta situación está sujeta a una gran incertidumbre. Es probable que los cuellos de botella en la cadena de suministro y los precios de las importaciones disminuyan ligeramente en 2023, pero deberían seguir pesando sobre la balanza comercial de la zona del euro. La desaceleración de la demanda mundial frenará las perspectivas de exportación, pero podría suponer un cierto alivio para los precios de las materias primas. En consecuencia, se prevé que los efectos de la relación de intercambio disminuyan ligeramente, proporcionando una mejora marginal de la balanza comercial global de la zona del euro. En cambio, el crecimiento de la demanda interna sigue siendo un factor clave para la dinámica de la balanza exterior de la zona del euro en 2023. En cuanto a su composición, se prevé la persistencia del reajuste de la contribución de los grandes países acreedores netos.

Gráfico 2.1.2: **Balanza de pagos por cuenta corriente y balanza comercial de la zona del euro**



«Bienes físicos» corresponde la balanza comercial del total de la CUCI; «Bienes energéticos» a la balanza comercial de la categoría 3 de la CUCI, y «Bienes no energéticos» a la diferencia entre ambos. «Compraventa» es la diferencia entre la balanza comercial de bienes de la Balanza de pagos y los «Bienes físicos».
Fuente: Servicios de la Comisión Europea.





A nivel nacional, cabe destacar los siguientes aspectos de la evolución del sector público:

- En 2021, los saldos de la balanza de pagos por cuenta corriente, basados en medias de tres años, de cuatro Estados miembros se situaron por debajo del umbral más bajo del cuadro de indicadores del –4 % del PIB: Irlanda, Grecia, Chipre y Rumanía. Al mismo tiempo, tres Estados miembros tenían medias por encima del umbral superior del 6 % del PIB: Dinamarca, Alemania y Países Bajos. En cuanto a las lecturas de la PIIN, en diez Estados miembros se situaron por debajo del umbral del cuadro de indicadores del –35 % del PIB: Irlanda, Grecia, España, Croacia, Chipre, Hungría, Polonia, Portugal, Rumanía y Eslovaquia.

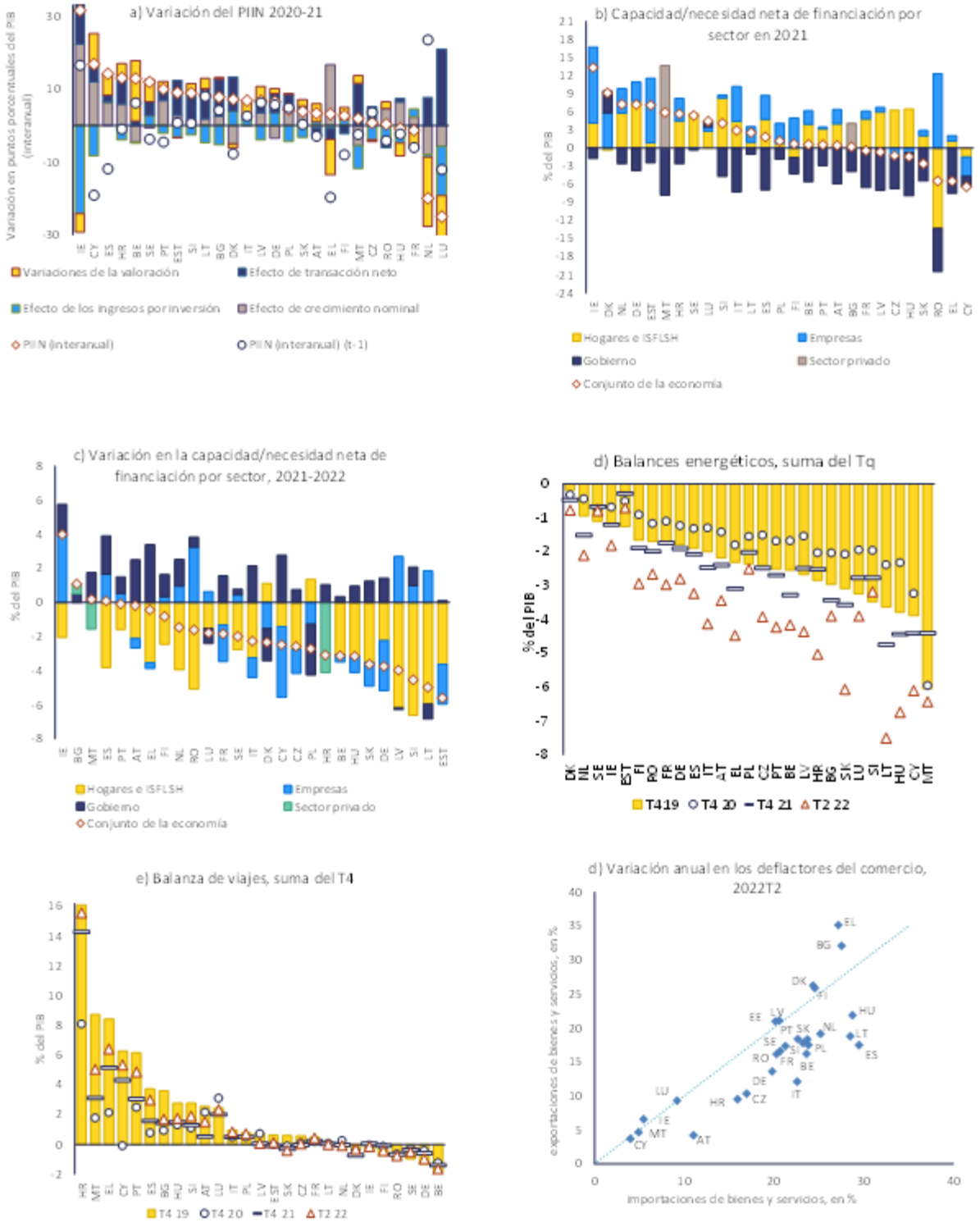
- La balanza de pagos por cuenta corriente de algunos países con gran deuda neta, como Chipre, y especialmente Grecia, siguió registrando déficits considerables, aunque Chipre ha experimentado mejoras moderadas. El pequeño superávit de España aumentó ligeramente, pero el moderado déficit de Portugal se mantuvo prácticamente sin cambios en 2021. En estos países, aparte de España, la balanza de pagos por cuenta corriente se mantiene por debajo de los niveles recomendables teniendo en cuenta las variables económicas fundamentales, aunque con márgenes diferentes. En los dos primeros trimestres de 2022, una recuperación más sólida de los viajes internacionales, junto con el aumento de los precios en el sector, está ofreciendo un fuerte apoyo a sus superávits en las balanzas turísticas, especialmente en el caso de Portugal y, en menor medida, también en los de Grecia, España y Chipre, con la principal temporada turística del tercer trimestre del año aún por llegar. Sin embargo, salvo en el caso de España, en el caso de estos países se espera un deterioro de las lecturas de la balanza de pagos por cuenta corriente para el conjunto de este año, principalmente como consecuencia del empeoramiento de los balances de energía. Sus PIIN claramente negativas han mejorado sobre todo gracias al fuerte crecimiento económico nominal, pero la mejora se vio algo debilitada por los efectos de valoración negativos en el caso de Grecia.

- Los déficits por cuenta corriente son muy importantes y se sitúan en sus niveles más altos en los últimos años en el caso de Hungría y Rumanía. La balanza de pagos por cuenta corriente de Rumanía se deterioró con respecto a un déficit ya elevado y sigue empeorando en 2022, sin que se espere una mejora significativa el próximo año. Hungría también está registrando un deterioro notable, y solo se espera una ligera mejora en 2023. y muestra uno de los deterioros más acusados en su balanza de energía. La depreciación del forinto húngaro agrava la preocupación por la evolución del sector exterior. Para ambos países, las PIIN son claramente negativas, y están muy marcadas por las inversiones extranjeras directas entrantes. Esto hace que sus PIIN, excluidos los instrumentos sin riesgo de impago (NENDI), sean más favorables.

- En Letonia, Malta y Eslovaquia, la balanza de pagos por cuenta corriente en 2021 presentaba un déficit no desdeñable. En muchos casos, se prevé un deterioro sustancial para 2022 y 2023. En Bulgaria, Chequia y Polonia, se prevé el aumento de los reducidos déficits por cuenta corriente de 2021. La depreciación del esloti agrava la preocupación por la evolución del sector exterior en Polonia. Se prevé que Bélgica y Lituania pasen a registrar un déficit notable en 2022. Lituania y Eslovaquia han registrado algunos de los mayores deterioros de la balanza comercial como consecuencia del empeoramiento de los balances de energía. Se espera que el déficit de Eslovaquia siga creciendo por encima de su nivel anterior a la pandemia. Respecto de Polonia y Eslovaquia, que tienen unas PIIN negativas pronunciadas, así como para otros Estados miembros de Europa Central y Oriental, las inversiones extranjeras directas entrantes representan una parte considerable de sus pasivos exteriores. Por consiguiente, sus NENDI son más favorables.

- Los grandes superávits de Dinamarca, Alemania, Países Bajos y Suecia se mantienen por encima de sus normas de la balanza de pagos por cuenta corriente. Aunque los superávits de la balanza de pagos por cuenta corriente aumentaron en dichos países, salvo en Suecia, en 2021 se espera que registren un acusado descenso en 2022. En particular, la balanza de pagos por cuenta corriente de Alemania, Países Bajos y Suecia ha disminuido considerablemente, por encima del empeoramiento de la balanza de energía. El superávit de Dinamarca ha aumentado en el primer semestre del año, pero, en general, se prevé una disminución para 2022. Las PIIN de Bélgica, Dinamarca, Alemania y Países Bajos están muy por encima de los niveles sugeridos por las variables económicas fundamentales.

Gráfico 2.1.3: **El sector exterior: gráficos seleccionados**



Fuente: Servicios de la Comisión Europea.

2.2. COMPETITIVIDAD

Los costes laborales unitarios crecieron más rápidamente en 2020 y 2021 que en el período anterior a la pandemia y su tasa de crecimiento se aceleró en 2022. En 2020, se observó un fuerte aumento de los costes laborales unitarios en la mayoría de los Estados miembros, impulsado por caídas mecánicas de la productividad medida, ya que los sistemas de mantenimiento del empleo atenuaron su caída a pesar de la notable disminución de la producción. En 2021, esta tendencia se invirtió parcialmente, ya que la recuperación de la productividad provocó una disminución de los costes laborales unitarios o una desaceleración visible de su crecimiento en casi toda la UE (gráfico 2.2.1 a). Se prevé que los costes laborales unitarios aumenten este año y el siguiente, en algunos casos, de forma sustancial (gráfico 2.2.1 b). Se espera que el aumento de los costes laborales unitarios se vea impulsado por el fuerte aumento de la remuneración nominal por empleado, que debería superar considerablemente el crecimiento de la productividad laboral real en casi todos los países de la UE (gráficos 2.2.3 a y b), a menudo en un contexto de desempleo bajo y en descenso. En algunos casos, estos efectos pueden ser la continuación de tendencias que suscitaron preocupación sobre posibles presiones de recalentamiento antes de la crisis de la COVID-19. A medida que el impulso económico se desacelere, el aumento de la productividad será menor y amortiguará los costes laborales unitarios menos de lo que ha hecho recientemente.

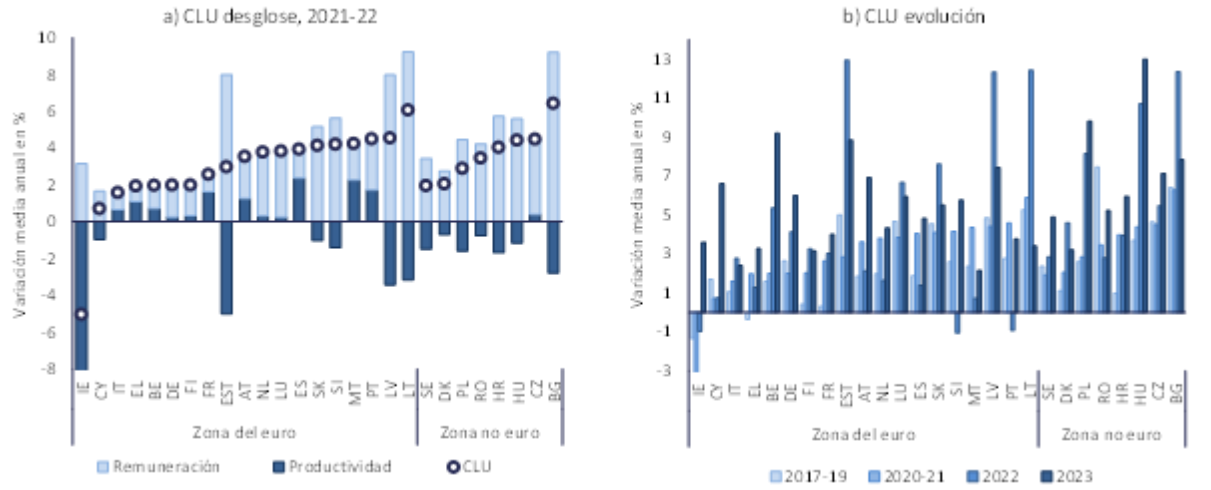
En general, la evolución del tipo de cambio real todavía no ha sido sustancial, aunque ha habido divergencias, en particular fuera de la zona del euro. Las variaciones de los tipos de cambios efectivos reales (TCER) basados en el IPCA se mantuvieron contenidas en 2021, aunque se observaron pequeñas depreciaciones en más países respecto de 2020. Las variaciones en el TCER basado en el IPCA y en el deflactor del PIB durante tres años hasta 2021 también fueron limitadas (gráfico 2.2.3 c). En 2022, el tipo de cambio efectivo nominal (TCEN) se ha depreciado hasta ahora en casi todos los Estados miembros de la zona del euro, como reflejo de la depreciación del euro, mientras que las variaciones del TCER basado en el IPCA se han mantenido moderadas, excepto en los pocos casos en que la inflación fue mucho más elevada que en otros Estados miembros o en los que el TCEN se depreció de forma más acusada (gráfico 2.2.3 e). En algunos países no pertenecientes a la zona del euro, las variaciones anuales del TCER han sido más acusadas. El TCER basado en el deflactor del PIB no muestra signos claros de deterioro de la competitividad de precios en la mayoría de los Estados miembros, aunque con algunas variaciones notables entre países (gráfico 2.2.3 d). De cara al futuro, pueden surgir problemas respecto de los TCER en la zona del euro debido a la divergencia de las tasas de inflación y a la diferente exposición a las variaciones del tipo de cambio nominal del euro de los distintos países de la zona del euro. Se prevé una mayor heterogeneidad entre los países no pertenecientes a la zona del euro, lo cual refleja, en parte, la diferente dinámica del tipo de cambio nominal.

Unas tasas de inflación elevadas y divergentes suponen un riesgo para la competitividad en la medida en que se afiancen, con riesgos particulares dentro de la zona del euro. Como se expone en la sección 1, las tasas de inflación no solo son elevadas, sino muy divergentes, incluso dentro de la zona del euro. En general, esta divergencia tiene su origen en una intensidad energética variable de las distintas economías y se ve afectada por la escala y la composición de las medidas gubernamentales. A pesar de que la inflación está impulsada en gran medida por el aumento de los costes de la energía y se espera que disminuya, la divergencia de las tasas de inflación supone un riesgo para la competitividad desde dos puntos de vista. En primer lugar, los precios de la energía podrían no volver a sus niveles anteriores y estabilizarse en niveles más

elevados. Esto implicaría costes importantes para sectores específicos, como las industrias de gran consumo de energía. En la medida en que estos costes se conviertan en permanentes, los países con una inflación más elevada debido a los efectos directos de los costes de la energía tendrían niveles de precios más altos de forma permanente. Este aumento relativo podría tener un efecto negativo en su competitividad y provocar un riesgo de deslocalización, lo cual conduciría en última instancia a una caída de las cuotas de exportación y del crecimiento potencial en los países más expuestos. Con el tiempo, esto puede requerir un cambio en su modelo de negocio y podría implicar costosos cambios estructurales. En segundo lugar, las diferencias de inflación pueden provocar aumentos de precios que no se limiten a la energía. Las diferencias entre países no se refieren solo a la tasa de inflación global, sino que también son cada vez más acusadas respecto de la inflación subyacente. En el recuadro 2.2.1 se analiza el riesgo de que puedan afianzarse y conducir a nuevos aumentos, incluidos los salarios. Este aumento de los diferenciales puede dar lugar a apreciaciones reales, reduciendo la competitividad. Las variaciones relativas de la competitividad resultantes podrían producir un reequilibrio en la zona del euro en caso de que los países con deficiencias de competitividad preexistentes ganen en relación con sus pares. Sin embargo, en la actualidad, las diferencias de inflación más acusadas no afectan en general a los grandes acreedores netos ni a los deudores netos. Además, en algunos casos, la heterogeneidad de las expectativas de inflación podría provocar un aumento de la vulnerabilidad en la zona del euro si los tipos de interés reales demasiado bajos esperados en algunos países provocan una acumulación excesiva de deuda. Fuera de la zona del euro, las depreciaciones monetarias conllevan otros riesgos, por ejemplo en cuanto a los costes de los préstamos externos y del servicio de la deuda.

El contexto actual de aumento de los diferenciales de inflación es diferente al del período previo a la crisis financiera mundial, pero podría seguir entrañando riesgos de desequilibrios macroeconómicos. En el período previo a la crisis financiera, la elevada inflación en algunos países de la zona del euro llevó a un ciclo en el que los bajos tipos de interés reales contribuyeron a una demanda excesiva y a la acumulación de deuda, lo cual alimentó la apreciación del tipo de cambio real. Sin embargo, esta vez se trata de una perturbación energética predominantemente contractiva de presión sobre los costes, en lugar de una perturbación expansiva. Aunque esta vez la elevada inflación en los países más afectados podría servir para mantener bajos los tipos de interés reales y, en cierta medida, amortiguar los efectos más adversos sobre la demanda a corto plazo debido al aumento de la factura energética, la aparición de un aumento arraigado de precios o salarios podría complicar los esfuerzos para reducir la inflación, lo cual daría lugar a pérdidas de competitividad que podrían frenar el crecimiento económico en el futuro.

Gráfico 2.2.1: **Costes laborales unitarios**



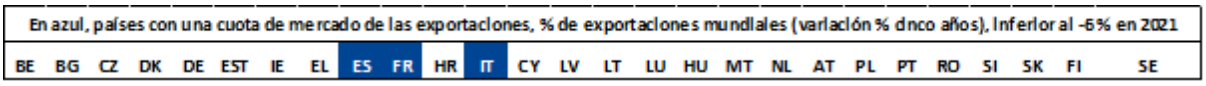
(1) Los países aparecen en orden creciente de los costes laborales unitarios en 2020-2021
Fuente: AMECO, los datos de 2022 y 2023 proceden de las previsiones económicas del otoño de 2022 de la Comisión Europea. Los datos se refieren al número de empleados y de personas empleadas.

La evolución de la cuota de mercado de las exportaciones en 2021 refleja una reversión parcial de los efectos de la crisis de la COVID-19, pero es probable que, en un futuro inmediato, disminuya en un contexto de aumento de los costes de la energía y desaceleración del comercio. La pandemia tuvo el efecto de reducir las cuotas de mercado de las exportaciones de economías en las que reviste importancia el sector del turismo internacional, varias de los cuales tienen posiciones externas más negativas, y aumentar las cuotas de mercado de las exportaciones de varios países acreedores netos en relación con sus niveles previos a la crisis. Se prevé que las cuotas de exportación disminuyan en la mayoría de los países de la UE en 2023, afectadas negativamente por el aumento particularmente elevado de los costes de la energía en Europa, aunque algunas interrupciones de la cadena de suministro también influyen. Se prevé un mayor efecto en algunos países acreedores netos con importantes sectores manufactureros.

Las variaciones de la competitividad han vuelto a ser, en general, favorables a un reequilibrio más simétrico de las posiciones exteriores dentro de la zona del euro. (gráfico 2.2.3 f). La evolución de los costes laborales unitarios es algo más moderada en los países deudores netos que en los acreedores netos. Sin embargo, la evolución de la inflación, y en particular de la inflación subyacente, ha sido, en general, similar o, a veces, más contenida en los países acreedores netos, lo que podría frenar el reequilibrio futuro, a menos que la evolución de los salarios siga siendo divergente debido a las diferencias en la atonía de los mercados de trabajo. Mientras que, en general, los países acreedores netos tienden a ganar más con la depreciación del euro habida cuenta de su mayor cuota en el comercio con países no pertenecientes a la zona del euro, en este caso la dinámica de las cuotas de mercado de las exportaciones apunta a un reequilibrio exterior, ya que los países deudores netos están recuperando parte del mercado de exportación perdido, mientras que se espera que las cuotas de los acreedores netos disminuyan en el futuro.

En azul, países con un crecimiento del coste laboral unitario nominal (variación % tres años) superior al 9% (ZE) o 12 % (zona no euro) en 202																								
BE	BG	CZ	DK	DE	EST	IE	EL	ES	FR	HR	IT	CY	LV	LT	LU	HU	MT	NL	AT	PL	PT	RO	SI	SK	FI	SE

En azul, países con un TCER, deflactor del IPCA (variación % tres años) superior a +/- 5 % (ZE) y +/- 11 % (zona no euro) en 2021																								
BE	BG	CZ	DK	DE	EST	IE	EL	ES	FR	HR	IT	CY	LV	LT	LU	HU	MT	NL	AT	PL	PT	RO	SI	SK	FI	SE



A nivel nacional, cabe destacar los siguientes aspectos de la evolución de la competitividad:

- El crecimiento de los costes laborales unitarios, acumulado durante los tres años anteriores a 2021, se situó por encima del umbral del cuadro de indicadores en quince Estados miembros: Bulgaria, Chequia, Estonia, España, Letonia, Lituania, Luxemburgo, Hungría, Malta, Países Bajos, Austria, Portugal, Rumanía, Eslovenia y Eslovaquia. En el caso del TCER basado en el IPCA, las variaciones trienales fueron más contenidas y ningún Estado miembro superó los umbrales del cuadro de indicadores. Las variaciones quinquenales de las cuotas de mercado de las exportaciones se situaron por debajo del umbral del cuadro de indicadores en España, Francia e Italia en 2021. Mientras que el descenso en Francia se debió principalmente a la disminución de la cuota de exportaciones de bienes, en España e Italia la caída se debió a la disminución de la cuota de exportación de servicios. En los tres países, los descensos mencionados fueron más pronunciados durante la pandemia de 2020.

- La preocupación por las presiones sobre los costes ha sido significativa en algunos países durante varios años y está aumentando, o no está disminuyendo lo suficiente, en Bulgaria, Chequia, Estonia, Letonia, Lituania, Luxemburgo, Hungría, Rumanía y Eslovaquia. Por lo general, ya eran considerables antes de la crisis de la COVID-19, en la mayoría de los casos continuaron en 2021 y en el primer semestre de 2022 en un contexto de mercados de trabajo comparativamente tensionados. Se prevé que en la mayoría de estos países, el crecimiento de los costes laborales unitarios siga siendo elevado o que vuelva a aumentar de forma considerable el año próximo. Varios de ellos se enfrentan a riesgos adicionales para su competitividad, relacionados con el aumento de la inflación, que es mucho mayor que en el resto de la UE y en los países de la zona del euro. Mientras que para la mayoría de estos países se prevé que el TCER se deprecie en 2023, en el caso de Eslovaquia se espera una ligera apreciación.

- Malta y Eslovenia han mostrado efectos similares a los de los países mencionados anteriormente en el período previo a la COVID-19, pero la preocupación por la pérdida de competitividad, en su caso, fue más moderada en 2021 y se espera que también este año siga siendo pequeña. En Bélgica y Polonia, se prevé que los costes laborales unitarios aumenten considerablemente este año y el próximo. En cambio, los aumentos de los costes laborales unitarios han sido, y se prevé que sigan siendo, más moderados en Italia, lo que apunta a un pequeño aumento relativo de la competitividad.

- La preocupación por la competitividad de costes ha disminuido en algunos países con gran deuda neta, como Grecia, España, Chipre y Portugal. En particular, los costes laborales unitarios han crecido ligeramente menos que en los socios comerciales y en el resto de la zona del euro.

Recuadro 2.2.1: Consolidación potencial de la inflación y pérdidas de competitividad

La **elevada y divergente inflación que se observa en toda la UE desde finales de 2021 puede afectar negativamente a la competitividad, especialmente si es persistente.** Si los aumentos salariales agregados compensan total o parcialmente la pérdida de poder adquisitivo de los trabajadores, estos aumentos salariales se reflejarán en costes laborales unitarios más elevados, a menos que se compensen con aumentos de productividad. Estos aumentos de los costes laborales unitarios pueden provocar efectos indirectos y el riesgo de una mayor inflación en

el futuro. ([19]) Pueden surgir divergencias de competitividad entre los Estados miembros de la zona del euro si la perturbación de la inflación difiere mucho de un país a otro o si se producen efectos indirectos muy diferentes como consecuencia de esta perturbación de inflación. Sin embargo, si la demanda de aumentos salariales tiene en cuenta que es probable que la inflación disminuya, el riesgo de una espiral entre precios y salarios es limitado. El Informe sobre la zona del euro de 2023 de la Comisión analiza el papel de las expectativas de inflación en los aumentos salariales. ([20]) La fuerte subida de los precios de la energía representa una gran parte del incremento del nivel de precios en la mayoría de los Estados miembros. Sin embargo, en caso de que la inflación se extienda en gran medida más allá de la energía a otros bienes y servicios, el nivel de vida no puede mantenerse a menos que se mantenga el crecimiento de la renta, incluso cuando los precios de la energía bajen. Los componentes de energía y alimentos de los índices generales de precios pueden ser bastante volátiles y las decisiones de política monetaria les afectan relativamente poco, ya que suelen estar muy influidos por los mercados internacionales, al menos más allá del corto plazo, es decir, en ausencia de una intervención reguladora o de política fiscal. Por ello, los bancos centrales utilizan la medida de la inflación subyacente para reflejar mejor su tendencia. ([21])

Los costes laborales unitarios de varios países de la UE, incluidos Estonia, Letonia, Lituania y Luxemburgo y dos Estados miembros no pertenecientes a la zona del euro, Bulgaria y Polonia, aumentaron a lo largo del año hasta el segundo trimestre de 2022 (gráfico 2.2.2 a). El salto se debió al fuerte crecimiento de la remuneración por empleado, que se acercó mucho o superó el 10 %. No obstante, en solo cuatro Estados miembros, la remuneración por empleado aumentó más que los precios, siendo el diferencial especialmente grande en Bulgaria. Las variaciones de productividad no fueron suficientes para mitigar el crecimiento de los costes laborales unitarios y, en algunos casos, reforzaron dicho crecimiento. En Bulgaria y Luxemburgo, los costes laborales unitarios aumentaron más que los precios, mientras que en Estonia, Letonia, Lituania y Polonia su crecimiento superó la inflación subyacente. Aunque esto último es válido también para Bélgica, Francia, Italia y Rumanía, su crecimiento de los costes laborales unitarios ha sido algo más moderado. Este exceso de costes laborales unitarios en relación con el crecimiento de los precios crea el riesgo de que se produzcan nuevas subidas de precios para que las empresas puedan mantener los márgenes precio-costes.

La evolución divergente de la inflación subyacente y de los costes laborales unitarios podría tener consecuencias considerables y más persistentes para la competitividad de algunos países, lo cual es especialmente pertinente para los países de la zona del euro. La variación del TCER basado en la inflación subyacente (gráfico 2.2.2 b) sugiere pérdidas de competitividad no desdeñables para Estonia, Lituania y Eslovaquia debido a una inflación subyacente mucho más elevada que en el resto de la zona del euro. En el caso de los dos últimos países, esto se ve compensado por las variaciones del TCER con respecto a los países no pertenecientes a la zona del euro. En cambio, la competitividad de Alemania y, en menor medida,

([19]) Un análisis reciente del FMI indica que los riesgos de una espiral de salarios y de precios podrían estar relativamente contenidos. La conclusión se basa en las comparaciones de la evolución actual de la inflación, los salarios y el desempleo con episodios históricos similares en las economías avanzadas, con la salvedad de que estos episodios no necesitan ser plenamente representativos de los acontecimientos actuales, especialmente teniendo en cuenta el carácter distintivo de la perturbación provocada por la COVID-19. Además, el análisis no tiene en cuenta la evolución de 2022, año en el que se produjo una perturbación de los precios de la energía de gran intensidad en la mayoría de los países de la UE. Véase FMI (2022), «La dinámica de los salarios en el período posterior a la COVID-19 y los riesgos de una espiral de precios y salarios», en: «Perspectivas de la economía mundial: Afrontar la crisis del costo de vida». Capítulo 2, octubre de 2022.

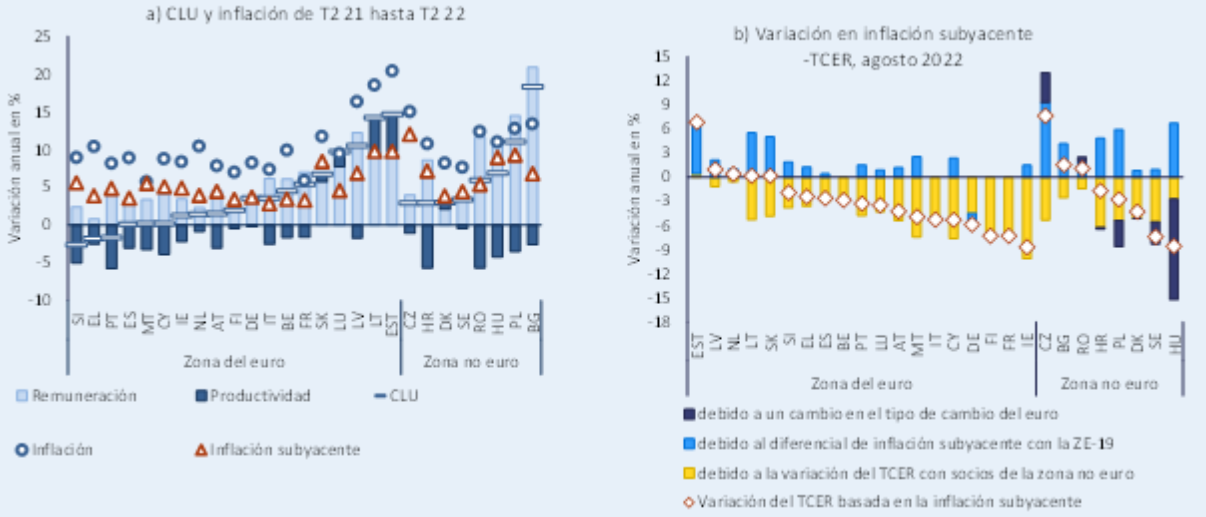
([20]) SWD(2022) 382. Documento de trabajo de los servicios de la Comisión. *2023 Report on the euro area accompanying the Recommendation for a Council Recommendation on the economic policy of the euro area* [«Informe de 2023 sobre la zona del euro que acompaña a la Recomendación de Recomendación del Consejo sobre la política económica de la zona del euro», documento en inglés].

([21]) Véase M. Ehrmann, et al. (2018), «Medidas de inflación subyacente en la zona del euro», Boletín económico del BCE 4/2018.

de Francia, Italia y Finlandia, se benefician de una inflación subyacente más baja que en el resto de la zona del euro. La depreciación del TCER con respecto a los países no pertenecientes a la zona del euro, observada en general, contribuye más a la ganancia de competitividad de estos países.

En algunos países no pertenecientes a la zona del euro, los movimientos del tipo de cambio nominal afectaron considerablemente al TCER. El caso más llamativo es Hungría, donde la fuerte depreciación nominal dio lugar a un aumento de la competitividad, a pesar de una inflación subyacente comparativamente elevada. Se observan efectos similares en Polonia y Suecia. En cambio, Chequia experimentó una apreciación del tipo de cambio nominal (efectivo), el cual, junto con una tasa de inflación subyacente relativamente alta, ha conducido a una fuerte apreciación real. Cabe señalar que, si bien las devaluaciones de divisas pueden mitigar las presiones sobre los costes, también pueden entrañar otros riesgos, como el aumento del coste del servicio de la deuda denominada en moneda extranjera, tanto interna como externa. Esto puede limitar el uso de devaluaciones nominales como instrumento para mitigar los efectos del aumento de los costes en la competitividad.

Gráfico 2.2.2: **Costes laborales unitarios, inflación (subyacente) y competitividad**



Los países se presentan por orden creciente de la variación de los CLU, es decir, por orden decreciente del TCER basado en la inflación subyacente. La medida de inflación subyacente excluye la energía, los alimentos, el alcohol y el tabaco. El TCER basado en la inflación subyacente se ha calculado con fines analíticos, donde las tasas de inflación subyacente de los socios comerciales China y Japón se ha sustituido por el crecimiento general del IPC, ya que no se disponía de la medida subyacente.
Fuente: Eurostat y cálculos de los servicios de la Comisión.

Gráfico 2.2.3: **Competitividad: gráficos seleccionados**



Fuente: Servicios de la Comisión Europea.

2.3. SOCIEDADES NO FINANCIERAS

En 2021, el endeudamiento de las sociedades no financieras con respecto al PIB siguió siendo considerable en muchos países, aunque continuó disminuyendo. Tras la considerable reducción que tuvo lugar en la última década en muchos Estados miembros, las ratios de endeudamiento de las sociedades no financieras con respecto al PIB se situaron en 2021 por debajo del máximo alcanzado antes de la pandemia en la mayoría de los países de la UE. No obstante, en 2021, las ratios de endeudamiento se situaron por encima de los niveles sugeridos, tanto por las variables económicas fundamentales como por los niveles relacionados con los umbrales establecidos a efectos prudenciales en casi la mitad de los países de la UE y en muchos países por encima de los niveles registrados en 2019, antes del inicio de la pandemia de COVID-19 (gráficos 2.3.1 a y b). ([22]) En 2021, la ratio de endeudamiento de las empresas con respecto al PIB disminuyó en la mayoría de los Estados miembros, debido en gran medida a la acusada recuperación del crecimiento del PIB (gráfico 2.3.3 a). El crédito neto a las sociedades no financieras fue positivo en toda la UE y comenzó a repuntar en la mayoría de los países de la UE en 2021, incluso en varios casos con una deuda elevada de las sociedades no financieras, a la luz del repunte de la inversión (gráfico 2.3.3 c).

El proceso de desapalancamiento que se reanudó en 2021 continuó en 2022, pero es probable que en el futuro se vea obstaculizado por el difícil contexto macroeconómico. La ratio de endeudamiento de las empresas con respecto al PIB siguió disminuyendo en casi todos los Estados miembros en el primer semestre de 2022, a pesar del aumento del crédito, lo cual también puede reflejar el aumento de la necesidad de liquidez. El efecto del nuevo crédito neto sobre la ratio de endeudamiento de las empresas con respecto al PIB se vio compensado con creces por el crecimiento del PIB real y el fuerte aumento de la inflación (gráfico 2.3.3 b). En general, se espera que continúe el desapalancamiento pasivo, impulsado por el aumento de la inflación más que por el crecimiento del PIB real, pero existe un riesgo considerable de que la disminución de las ratios de endeudamiento se ralentice o se revierta. El aumento de la inflación puede reducir los márgenes de beneficio en caso de que el aumento de los costes no se pueda repercutir en los clientes y reducir la demanda en general. El porcentaje de beneficios de las empresas empezó a moderarse en el primer semestre de 2022, pero se mantiene por encima de su nivel anterior a la COVID-19. En casi todos los países de la zona del euro, una elevada proporción de nuevos préstamos a empresas con vencimientos cortos implica que el endurecimiento de las condiciones de concesión de préstamos y el aumento de los tipos de interés pueden afectar a las empresas con bastante rapidez. ([23]) En varios Estados miembros no pertenecientes a la zona del euro, se produjo un notable aumento de los tipos de interés de los préstamos a las empresas y,

([22]) La Comisión Europea, en cooperación con el Grupo de Trabajo LIME del CPE, ha desarrollado niveles de referencia en materia de deuda específicos para cada país [Comisión Europea, *Benchmarks for the assessment of private debt* [«Valores de referencia para el análisis de la deuda privada», documento en inglés], Nota para el Comité de Política Económica, ARES (2017) 4970814] y J.-C. Bricongne, L. Coutinho, A. Turrini y S. Zeugner, *Is Private Debt Excessive?* [«¿Es excesiva la deuda privada?», documento en inglés], Open Economies Review, 3, 471-512, 2020]. Los valores de referencia basados en los principales indicadores económicos evalúan la deuda privada a partir de regresiones que tienen en cuenta los principales determinantes de la expansión del crédito y un nivel inicial concreto de *stock* de deuda. Los umbrales prudenciales representan el nivel de deuda a partir del cual la probabilidad de que se produzca una crisis bancaria es elevada, minimizando la probabilidad de no predecir una crisis y la de falsas alarmas de crisis.

([23]) Banco Central Europeo, *Financial Stability Review* [«Informe de estabilidad financiera», documento en inglés], mayo de 2022. Datos de 2021. https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/fsr/ecb.fsr202205~f207f46ea0.en.pdf.

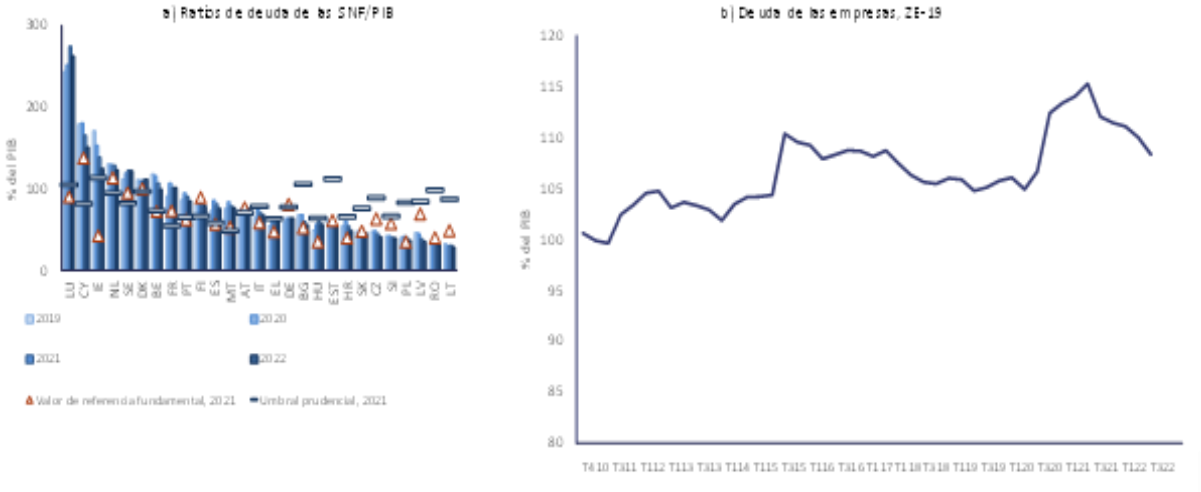
además, una elevada proporción de préstamos a empresas denominados en moneda extranjera representa una fuente de vulnerabilidad adicional.

Las crecientes preocupaciones relacionadas con los préstamos dudosos y las quiebras empresariales se suman a las vulnerabilidades generales de las empresas y del sector financiero tras la perturbación provocada por la COVID-19. Algunos sectores, como el de la hostelería y el transporte, se han visto muy afectados por la crisis de la COVID-19. ([24]) Las ratios de préstamos dudosos y quiebras empresariales han ido disminuyendo en la mayoría de los Estados miembros desde 2020, incluso después de que se hayan ido eliminado gradualmente las moratorias de reembolso de la deuda. No obstante, el porcentaje de empresas vulnerables tras la COVID-19 es especialmente elevado en algunos países con una elevada proporción de préstamos dudosos (gráfico 2.3.3 f). Aunque la ratio de préstamos dudosos a empresas siguió disminuyendo en la mayoría de los Estados miembros, todavía en algunos de ellos comenzaron a aumentar en el primer semestre de 2022 (gráfico 2.3.3 e). Asimismo, las quiebras empresariales comenzaron a aumentar en algunos Estados miembros en el primer semestre de 2022. Además, aunque el crédito sigue aumentando con fuerza, la calidad crediticia se ha elevado considerablemente y se encuentran ahora en sus niveles más altos desde 2013 (gráficos 2.3.3 c y d). Si bien los colchones de liquidez y el ahorro neto han aumentado en los últimos años, el difícil contexto macroeconómico, junto con las transformaciones estructurales y las perturbaciones de la cadena de suministro, podría provocar un deterioro de los balances, una reducción de los márgenes de beneficio y afectar al servicio de la deuda y al ahorro, así como a las inversiones de las empresas (véase el recuadro 2.3.1).

La crisis energética afectará de manera especial a algunas industrias, debido al aumento de los precios y a las interrupciones del suministro, y podría tener un efecto duradero que provoque transformaciones estructurales. Las industrias de gran consumo de energía están especialmente expuestas y pueden sufrir presiones en sus balances. La crisis energética está acelerando las transformaciones estructurales. Aunque se espera que los precios y el suministro de energía se normalicen, podría producirse un cambio estructural permanente con efectos generalizados en la capacidad productiva y el crecimiento potencial de los países más afectados, en función de su intensidad energética y de la especialización de la producción. La fase aguda de la crisis energética puede provocar el cierre de empresas o a un desplazamiento de la demanda hacia la producción en otros lugares menos afectados, dando lugar a una deslocalización permanente. La normalización de los precios y los salarios puede producirse a un nivel más elevado, lo cual podría agravar los costes asociados a la transición energética y, en general, provocar una pérdida de competitividad, especialmente en algunas industrias de gran consumo de energía y con un impacto diferencial entre los países.

([24]) See L. Archanskaia, P. Nikolov and W. Simons (2022), *Estimates of corporate cleansing during COVID-19 – using firm-level data to measure its productivity impact* [«Estimaciones de la depuración de empresas durante la COVID-19 - utilizando datos de empresas para medir su efectos en la productividad», documento en inglés], Informe trimestral sobre la zona del euro (QREA), Vol. 21, n.º 2 (2022).

Gráfico 2.3.1: **Deuda de las sociedades no financieras**



Los países aparecen en orden decreciente de la ratio de endeudamiento de las SNF en porcentaje del PIB en 2021.
Fuente: Cuentas de los balances financieros sectoriales de Eurostat – préstamos (F4) más valores de deuda (F3), AMECO y estimaciones de los servicios de la Comisión.

Las intervenciones políticas desempeñan un papel importante a la hora de proteger las economías nacionales del estrés de las empresas, pero la falta de coordinación podría suscitar preocupación desde la perspectiva de la zona del euro y del mercado interior. Las intervenciones políticas nacionales distribuyen de forma más justa la carga de la crisis energética entre las empresas, los hogares y el sector público. Serán especialmente importantes para proteger las industrias expuestas y evitar la reducción de la actividad, los cierres, la deslocalización y el impago de créditos. Sin estas medidas, el estrés de las empresas podría propagarse a las economías nacionales. Aunque hasta el momento no se dispone de pruebas, las condiciones financieras y el margen de maniobra fiscal disponible podrían, en última instancia, desempeñar un papel en la posible escala y alcance de las intervenciones nacionales, y los diferentes enfoques entre los países pueden ampliar la divergencia de los riesgos de liquidez o solvencia de las empresas, en particular en caso de que la crisis se intensifique o se prolongue. Esto, a su vez, tendría un impacto en los precios, ya que las diferencias en el comportamiento de las empresas en materia de inversión y fijación de precios podrían dar lugar a divergencias en el crecimiento de la demanda y en la transmisión de la política monetaria, habida cuenta de los diferenciales de inflación y competitividad existentes y emergentes en la zona del euro. Un mayor esfuerzo de integración puede ayudar a superar esta combinación de retos, así como a reducir la vulnerabilidad de las empresas y la divergencia en el crecimiento y la productividad. Desde el punto de vista nacional, es importante disponer de regímenes de insolvencia adecuados con el fin de minimizar el impacto económico a largo plazo de cualquier insolvencia empresarial.

A nivel nacional, cabe destacar la siguiente evolución:

- La deuda de las sociedades no financieras es muy elevada, superior al 100 % del PIB, y superior a los valores de referencia fundamentales y prudenciales en Dinamarca y Suecia y existen señales adicionales de vulnerabilidad. En Suecia, la ratio de endeudamiento de las empresas con respecto al PIB sigue estando por encima del máximo alcanzado antes de la crisis de la COVID-19 y está aumentando. En Dinamarca, los depósitos empresariales disminuyeron desde un nivel ya bajo.

- Bélgica, Irlanda, Chipre, Luxemburgo y Países Bajos también presentan ratios muy elevadas de endeudamiento de las sociedades no financieras con respecto al PIB por encima del 100 % y de los valores de referencia fundamentales y prudenciales. Sin embargo, esto también se debe a

una gran proporción de préstamos de inversión extranjera directa y de préstamos transfronterizos entre empresas, lo cual puede limitar parcialmente las vulnerabilidades.

- Las elevadas ratios de endeudamiento de las sociedades no financieras con respecto al PIB, por encima de los valores de referencia fundamentales y prudenciales, están disminuyendo en Grecia, Francia, Malta y Portugal. En Francia y Malta, el elevado nivel de deuda se ve parcialmente atenuado por importantes colchones de liquidez. En Austria, la ratio de endeudamiento de las empresas con respecto al PIB se sitúa por encima del umbral prudencial y el crecimiento del crédito ha sido fuerte. La crisis de la COVID-19 afectó de manera desproporcionada a una serie de industrias y dejó sectores empresariales vulnerables en países como Grecia e Italia.

- La ratio de endeudamiento de las empresas con respecto al PIB en España está por encima de los valores de referencia fundamentales y prudenciales. En Bulgaria, la ratio de endeudamiento de las empresas con respecto al PIB es moderada, aunque superior al valor de referencia fundamental y superior a la de los países de la región.

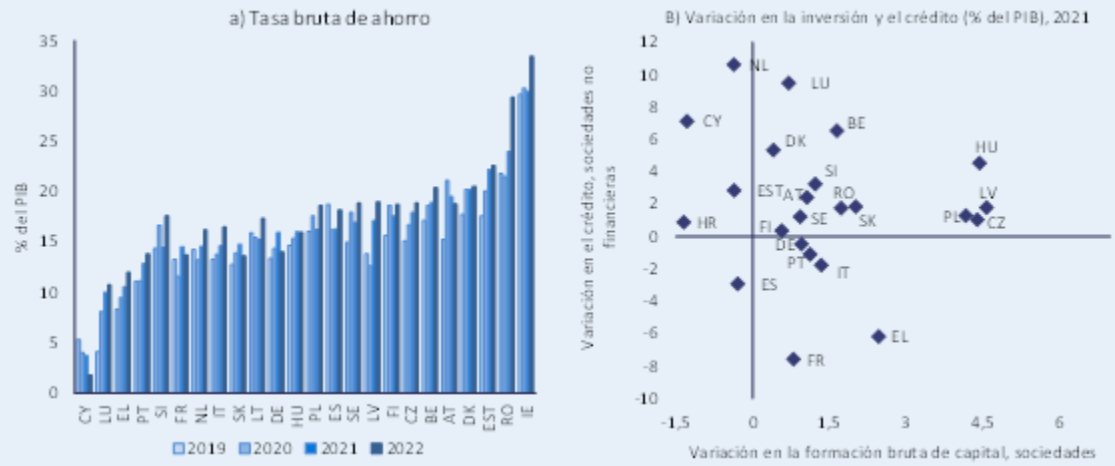
Recuadro 2.3.1: Evolución del ahorro de las empresas y de la inversión

La evolución del ahorro y de la inversión de las empresas puede proporcionar información útil sobre su solidez y las vulnerabilidades relacionadas con los *stocks* de deuda de las empresas. Desde el punto de vista económico, el aumento de la deuda de las empresas para financiar la inversión es diferente del aumento para cubrir costes imprevistos, ya que el endeudamiento adicional para financiar la inversión tiende a aumentar la productividad y la capacidad de producción y, por tanto, la solidez de las empresas. Al mismo tiempo, las vulnerabilidades de las empresas relacionadas con la elevada deuda pueden mitigarse en parte mediante el aumento del ahorro o de los depósitos. En este recuadro se analiza con más detalle el papel del ahorro de las empresas y la evolución de la inversión a la hora de mitigar las vulnerabilidades de las empresas en el contexto de la recuperación de la pandemia de COVID-19 y la reciente desaceleración económica.

El ahorro de las empresas ha aumentado en muchos Estados miembros desde la pandemia de COVID-19 (gráfico 2.3.2 a). Muchas empresas acumularon ahorros por motivos de precaución al inicio de la pandemia de COVID-19 con el fin de mejorar su situación de liquidez, en parte gracias a medidas de apoyo. El ahorro bruto de las empresas comenzó a disminuir en el cuarto trimestre de 2021 y siguió disminuyendo considerablemente en el primer semestre de 2022, con respecto al año anterior, pero en la mayoría de los países se mantiene por encima del nivel anterior a la COVID-19. Sin embargo, se prevé que el ahorro de las empresas, en porcentaje del PIB, aumente, en general, en la mayoría de los Estados miembros en 2022 (gráfico 2.3.2 a). Los depósitos comenzaron a disminuir en el primer semestre de 2022 en la mayoría de los Estados miembros, ya que muchas empresas necesitan una liquidez sustancial para hacer frente al acusado aumento de los costes de los insumos, pero se mantuvieron por encima de su nivel de 2019. El porcentaje de beneficios de las sociedades no financieras en la UE empezó a moderarse en el primer semestre de 2022, pero se mantiene por encima de su nivel anterior a la COVID-19.

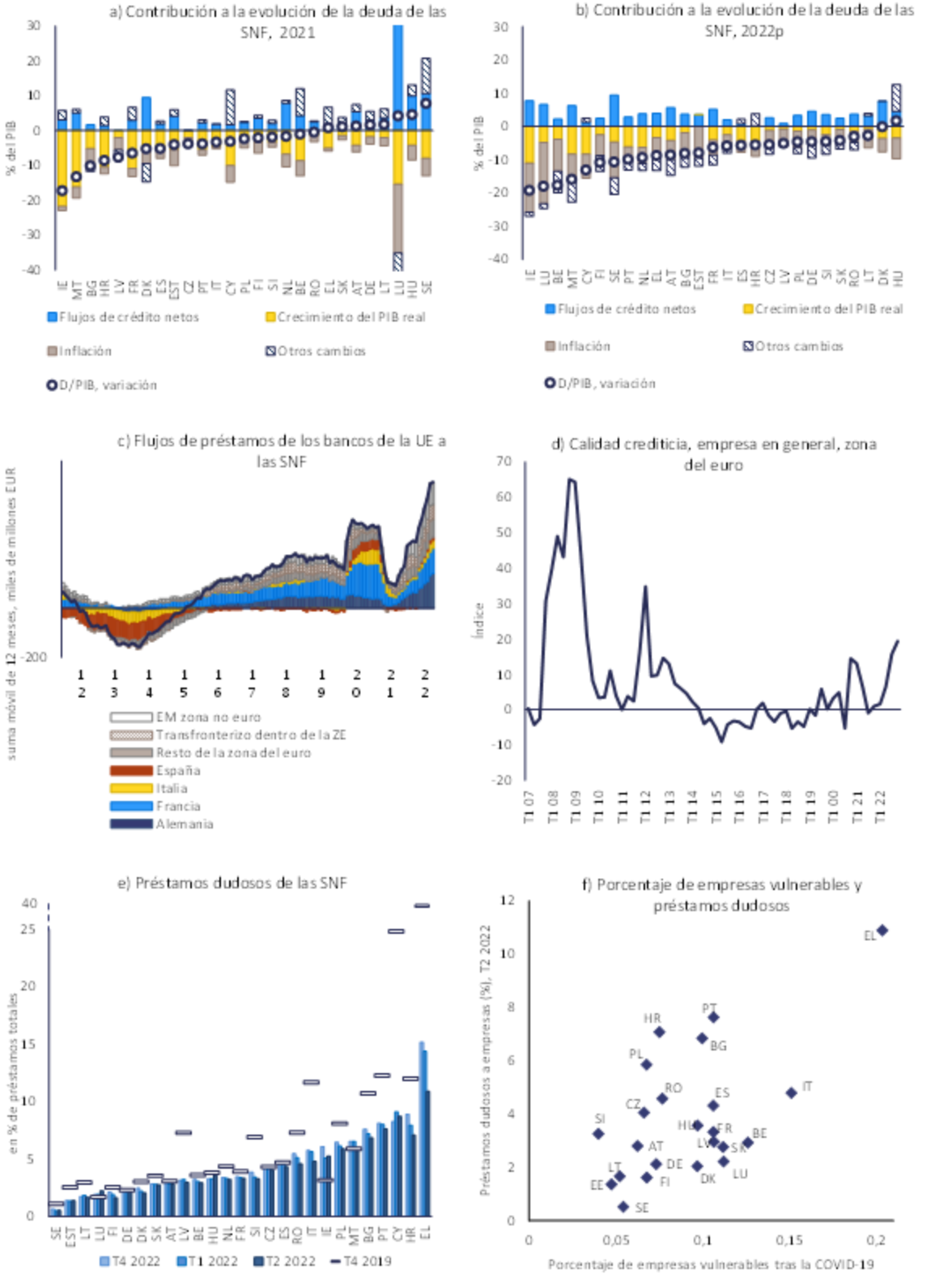
La inversión de las empresas disminuyó drásticamente con la crisis de la COVID-19, pero en la mayoría de los países se recuperó en 2021. La recuperación fue intensa, ya que en 2021 la ratio de formación bruta de capital de las empresas con respecto al PIB superó los niveles de 2019 en 16 de los 24 Estados miembros para los que se dispone de datos, excepto Alemania, España, Irlanda, Chipre, Luxemburgo, Países Bajos, Austria, Eslovaquia. En 2021, la inversión y los flujos de crédito netos, ambos en porcentaje del PIB, aumentaron en muchos Estados miembros (gráfico 2.3.2 b). Esto sugiere que en algunos países se utilizaron préstamos adicionales para financiar la inversión. La necesidad de financiar inversiones en capital fijo se ha convertido en un factor mucho menos importante para la demanda de préstamos a lo largo del 2022, según la encuesta sobre préstamos bancarios del BCE. En términos reales, la inversión para la UE en su conjunto siguió aumentando ligeramente en el primer semestre de 2022, pero a un ritmo mucho menor que antes, y aún no ha vuelto a su nivel de 2019.

Gráfico 2.3.2: **Inversión, crédito y ahorro de las sociedades no financieras**



(1) Se eliminó a Irlanda del panel derecho porque en 2021 la inversión fue muy volátil.
Fuente: Eurostat y AMECO.

Gráfico 2.3.3: **Sociedades no financieras: gráficos seleccionados**



Los flujos de crédito netos (operaciones de deuda) corresponden a las operaciones de préstamos (F4) y valores de deuda (F3) de las cuentas de operaciones financieras sectoriales de Eurostat.
La calidad crediticia media para empresas, la oferta de préstamos, el porcentaje neto ponderado (endurecido, menos relajado o inverso) en función de la participación de cada país en el importe pendiente total de los préstamos del agregado de la zona. Para la definición de empresas vulnerables, véase la nota a pie de página 24.
Fuente: AMECO, Eurostat, BCE.

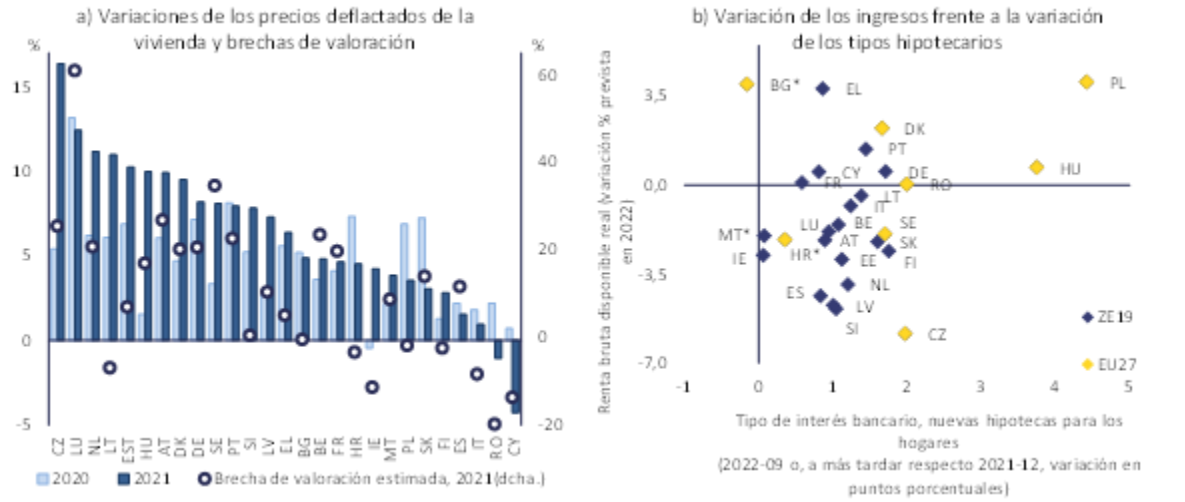
2.4. MERCADOS DE LA VIVIENDA Y DEUDA DE LOS HOGARES

Los precios de la vivienda volvieron a acelerarse en 2021 y se estima que están sobrevalorados en más del 10 % en la mitad de los países de la UE. Tras el estallido de la pandemia de COVID-19, el crecimiento de los precios de la vivienda se aceleró y se estimó que, a finales de 2021, estaban sobrevalorados en más del 10 % en varios Estados miembros y más del 20 % en otros muchos (gráfico 2.4.1 a). ([25]) La aceleración de los precios de la vivienda es más evidente en términos nominales, pero incluso los precios deflactados, en un período de elevada inflación, se aceleraron en la mayoría de los países. Siguen existiendo limitaciones de la oferta en el mercado de la vivienda que, junto con los elevados costes de construcción y la fuerte demanda, contribuyen al crecimiento de los precios.

En el primer semestre de 2022, los precios de la vivienda registraron tasas de crecimiento récord, si bien cabe esperar que se moderen a corto y medio plazo. Los bajos tipos hipotecarios y el crecimiento de la renta estuvieron asociados al alza de los precios del crédito y de la vivienda durante la última década, si bien la aceleración registrada desde el estallido de la pandemia es demasiado importante para que pueda explicarse por estos factores. Cabe esperar que el alza de los tipos de interés fomente cierta moderación de los precios de la vivienda y los últimos datos observados a lo largo de 2022 muestran que este proceso ya está en marcha en muchos países de la UE, pero no en todos. Los tipos hipotecarios siguen siendo considerablemente inferiores a la inflación, lo que hace que marquen récords negativos reales y supone un incentivo para que se realicen nuevas compras de bienes inmuebles, pero el aumento esperado del coste de las nuevas hipotecas debería moderar la demanda y los precios de la vivienda en adelante. Del mismo modo, la caída del poder adquisitivo provocada por el incremento de la inflación, así como la incertidumbre acerca de la fortaleza de la economía y de las rentas de los hogares, deberían reducir la demanda de viviendas y contribuir también a amortiguar el crecimiento de los precios de la vivienda. En algunos países, los tipos hipotecarios ya han subido de forma significativa, mientras que los ingresos reales tienden a disminuir o estancarse en la mayoría de los países de la UE (gráfico 2.4.1 b).

([25]) Las brechas en la valoración de los precios de la vivienda se calculan con respecto a valores de referencia para reflejar los efectos específicos de cada país. Las brechas de valoración sintética se basan en la diferencia obtenida con distintos valores de referencia: i) desviación de la ratio precios/renta con respecto a su media a largo plazo; ii) desviación de la ratio precios/alquileres con respecto a su media a largo plazo; 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» (Evaluación de la evolución de los precios de la vivienda en la UE), Documento de reflexión de la Comisión Europea n.º 048, mayo de 2017].

Gráfico 2.4.1: **Evolución de los precios de la vivienda e indicadores fundamentales**



1) En el panel a, los países se presentan en orden decreciente de crecimiento de los precios de la vivienda deflactados en 2021. Para conocer más detalles y la metodología aplicada, consulte la nota a pie de página n.º 25.
2) En el panel b, los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a las nuevas hipotecas para los hogares son la media del total de préstamos calculada ponderando los volúmenes con una media móvil (definida a efectos del coste de los préstamos) en el caso de los países de la zona del euro (rombos azules) y la media mensual sin ponderación de los volúmenes en el caso de los países no pertenecientes a la zona del euro (rombos amarillos). (*) La renta bruta disponible real se estima por aproximación a la remuneración real de los asalariados. El último tipo de interés disponible en el caso de Hungría corresponde a 2022-08.
Fuente: Eurostat, AMECO, BCE, previsiones económicas de otoño de 2022 de la Comisión Europea y estimaciones de los servicios de la Comisión relativas a las brechas de valoración de los precios de la vivienda en 2021.

Tras el aumento registrado en 2020, las ratios de deuda de los hogares con respecto al PIB disminuyeron en 2021 en la mayoría de los países de la UE, aunque los flujos netos de crédito repuntaron. Las ratios de deuda de los hogares con respecto al PIB disminuyeron en 2021 en relación con 2020 debido al incremento del PIB, pero siguieron siendo superiores a las de 2019 en varios países y no cabe esperar que cambien sustancialmente en 2022 (gráfico 2.4.3 a y b). Sin embargo, los flujos netos de crédito a los hogares fueron positivos en casi todos los países de la UE, incrementándose a pesar de que los hogares ya están fuertemente endeudados. La deuda de los hogares parece elevada en cerca de la mitad de la UE si se compara con los valores de referencia que representan las variables económicas fundamentales específicas de cada país y con los umbrales establecidos con carácter prudencial. ([26])

La evolución del crédito bancario en 2022 ha sido desigual en el conjunto de la UE, con una desaceleración de su crecimiento especialmente en los países no pertenecientes a la zona del euro. Fuera de la zona del euro, los tipos hipotecarios aumentaron de forma significativa junto con los tipos del mercado monetario. Este es el caso, en particular, de los países que experimentan una depreciación de su tipo de cambio nominal. En la zona del euro, la evolución es más desigual, pero el coste del crédito también ha aumentado recientemente (gráfico 2.4.1 b). Los flujos netos de crédito bancario solo se desaceleraron en un número muy limitado de países de la zona del euro, mientras que la desaceleración es más visible en los países no pertenecientes a esta zona (gráfico 2.4.2 b).

De cara al futuro, existen riesgos asociados a la capacidad de los hogares para hacer frente al pago de sus hipotecas. En la mayoría de los Estados miembros, la proporción de préstamos con tipos de interés fijos para un período de hasta cinco años es elevada, superior al

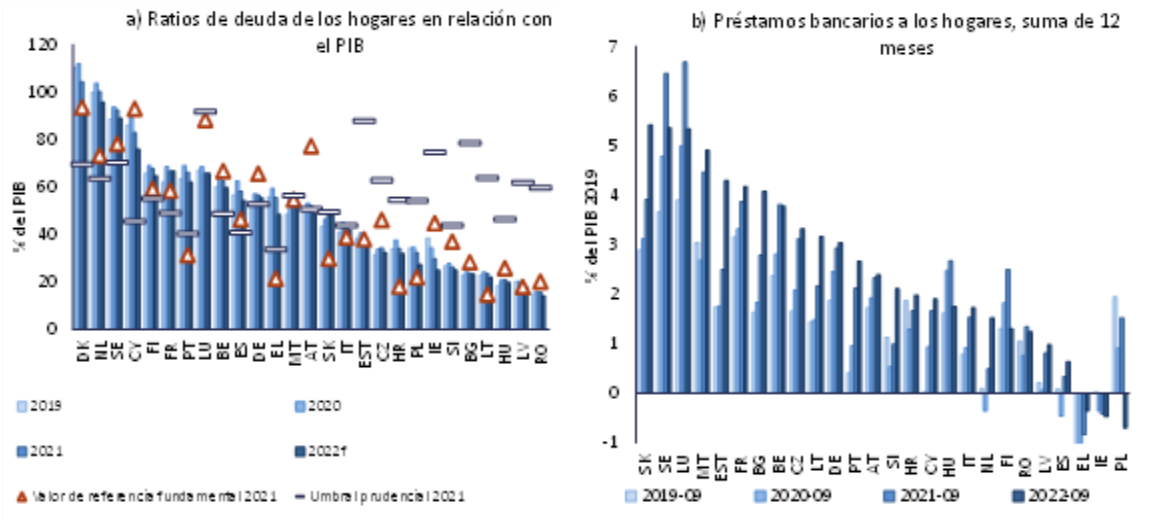
([26]) Véase la nota a pie de página n.º 22.

80 % en ocho países de la UE y entre el 40 % y el 80 % en otros nueve, lo que hace que los hogares de esos países sean más vulnerables a las alzas de los tipos de interés. La renta de los hogares estará sometida a presión, ya que el aumento de la factura energética reducirá los ingresos disponibles para otros gastos. Estos dos efectos crean un riesgo de tensión en los balances a pesar de que los tipos de interés reales son muy bajos e incluso negativos. Una recesión económica más profunda o duradera que afectase negativamente al empleo podría ocasionar nuevas dificultades para el reembolso de los préstamos y dar lugar a que se adoptasen medidas de reestructuración o refinanciación.

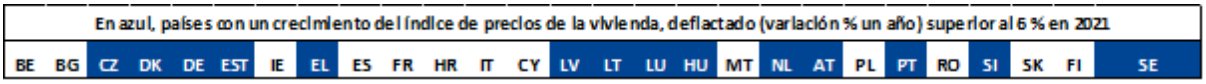
Los riesgos para la economía derivados de un ajuste sustancial a la baja de los precios de la vivienda se ven mitigados en cierta medida por la reducción del peso del sector en la economía y por la adopción de medidas macroprudenciales, pero no pueden descartarse. En 2021, la actividad de construcción fue más elevada en los países donde los precios de la vivienda están más sobrevalorados, aunque todavía por debajo de los máximos. Esta circunstancia podría reducir las repercusiones de un ajuste de los precios a la baja, ya que el valor añadido y el empleo se verían menos afectados que antes de la crisis financiera mundial, si bien el crecimiento del consumo de los hogares podría verse reducido por el efecto riqueza. Además, es probable que la reducción de los precios de la vivienda sea más moderada, ya que se mantendrían los factores estructurales que han limitado la oferta. Las medidas macroprudenciales en vigor también han reducido los riesgos para la estabilidad financiera general relacionados con el mercado de la vivienda (véase el recuadro 2.4.1). A pesar de estos factores atenuantes, siguen existiendo riesgos que podrían extenderse a otros sectores y crear bucles de retroalimentación negativos que pongan de manifiesto deficiencias sistémicas.

Las diferentes dinámicas nacionales del mercado de la vivienda, agravadas por la política monetaria común, podrían generar tendencias divergentes en la zona del euro. Aunque el riesgo de grandes correcciones en los precios de la vivienda parece moderado, existen retos relacionados con los elevados niveles de endeudamiento hipotecario, especialmente cuando los tipos de interés tienen un período de fijación bajo, las hipotecas se conceden con plazos de vencimiento largos y las viviendas se tasan por encima de las variables económicas fundamentales. La situación varía considerablemente entre los miembros de la zona del euro, lo que puede plantear algunos retos en el contexto de una política monetaria común. El actual endurecimiento de las condiciones monetarias y financieras en la zona del euro puede ser insuficiente para moderar el precio de la vivienda en los países donde la oferta es muy limitada. Por el contrario, en los países con una oferta más flexible, el endurecimiento de las condiciones financieras puede hacer que los precios de la vivienda bajen, con efectos adversos en el sector de la construcción. Esto podría aumentar la importancia de las políticas específicas de cada país, especialmente las relacionadas con la fiscalidad de la vivienda y la deuda y las amortizaciones de préstamos de los hogares, así como las medidas macroprudenciales y las políticas que actúan sobre la oferta.

Gráfico 2.4.2: **Deuda de los hogares y préstamos bancarios a los hogares**



1) En el panel a, los países se presentan en orden decreciente de la ratio de deuda de los hogares con respecto al PIB en 2021. La deuda comprende préstamos (F4) y valores de deuda (F3). Para conocer más detalles y la metodología aplicada, consulte la nota a pie de página n.º 25.
2) En el panel b), los países se presentan en orden decreciente de la ratio de préstamos bancarios con respecto al PIB. Los préstamos son préstamos ajustados (flujos netos), según informa el BCE. No se dispone de datos de Dinamarca.
Fuente: Eurostat, AMECO, BCE, previsiones económicas de otoño de 2022 de la Comisión Europea y estimaciones de los servicios de la Comisión



A nivel nacional, cabe destacar los siguientes aspectos de la evolución del mercado de la vivienda y de la deuda de los hogares:

- En 2021, el crecimiento de los precios deflactados de la vivienda superó el umbral del 6 % del cuadro de indicadores en catorce Estados miembros: Alemania, Austria, Chequia, Dinamarca, Eslovenia, Estonia, Grecia, Hungría, Letonia, Lituania, Luxemburgo, Países Bajos, Portugal y Suecia. En el segundo trimestre de 2022, los precios de la vivienda seguían acelerándose y crecieron interanualmente más del 20 % en términos nominales en Chequia, Estonia, Lituania y Hungría; en otros doce Estados miembros —Alemania, Austria, Bulgaria, Croacia, Eslovaquia, Eslovenia, Irlanda, Letonia, Luxemburgo, Países Bajos, Polonia y Portugal—, los precios crecieron entre el 10 % y el 20 %.

- Los Estados miembros cuyos precios de la vivienda se estiman sobrevalorados en más del 20 % son Alemania, Austria, Bélgica, Chequia, Dinamarca, Luxemburgo, Países Bajos, Portugal y Suecia. En Francia y Suecia, los hogares están endeudados por encima de los niveles prudenciales, el nivel de crédito para ellos es elevado y se estima que su deuda a finales de 2022 será superior a la de 2019. Mientras en el caso de Francia la mayoría de las hipotecas son de tipo fijo, en Suecia más de dos tercios tienen tipos de interés variable con un período de fijación máximo de tan solo un año, lo que hace que los hogares se vean más expuestos al riesgo de que aumenten los pagos hipotecarios debido al alza de los tipos de interés. En Luxemburgo, la sobrevaloración de los precios de la vivienda es la mayor de la UE y la deuda de los hogares es muy elevada en relación con su renta; además, se observa una rápida expansión del crédito. En Alemania, Austria y Chequia, la deuda de los hogares es inferior o se atiene a los niveles prudenciales, pero los flujos de crédito a los hogares son elevados. Alemania y Austria han recibido recientemente recomendaciones de la JERS sobre su mercado inmobiliario

residencial. En Bélgica, la deuda de los hogares se sitúa por encima de los niveles prudenciales y en Portugal por encima de los niveles prudenciales y fundamentales. También en Portugal, dos tercios de las hipotecas tienen tipos de interés fijos por un período máximo de tan solo un año, mientras que en el resto de las hipotecas son fijos por un período de entre uno y cinco años.

- En Eslovaquia, España, Estonia, Francia, Grecia, Hungría, Letonia y Malta, los precios de la vivienda también estaban sobrevalorados en 2021 y subieron rápidamente en el primer semestre de 2022. En estos países, excepto Estonia y Letonia, la deuda de los hogares también se sitúa por encima del umbral prudencial o aumenta y se acerca a los valores de referencia. En Eslovaquia, la deuda de los hogares ha ido aumentando con el tiempo, es superior al valor de referencia fundamental y se prevé que este año supere el umbral prudencial.

- En Bulgaria, Croacia, Eslovenia, Irlanda, Lituania y Polonia, los precios nominales de la vivienda también están subiendo rápidamente, por encima del 10 % interanual en el primer semestre de 2022.

- En Chipre y Finlandia, los precios de la vivienda no parecen estar sobrevalorados, pero existen problemas relacionados con la deuda de los hogares. En Chipre, la deuda de los hogares disminuye y se sitúa por debajo del valor de referencia fundamental, pero se estima que está muy por encima del umbral prudencial. En Finlandia, la deuda de los hogares también está por encima de los niveles fundamentales y prudenciales. En ambos países, más del 90 % de las hipotecas tienen tipos de interés variable o incluyen un periodo de fijación máximo de tan solo un año.

Recuadro 2.4.1: Evaluación de las vulnerabilidades de los bienes inmuebles residenciales por parte de la JERS

Desde 2016, la Junta Europea de Riesgo Sistémico (JERS) evalúa sistemáticamente las vulnerabilidades a medio plazo de los bienes inmuebles residenciales en los países del Espacio Económico Europeo (EEE) ([27]). La JERS ha desarrollado una intensa labor de evaluación de las vulnerabilidades de los bienes inmuebles residenciales en el conjunto del EEE y, tras emitir una primera serie de avisos en 2016, formuló una serie de recomendaciones para distintos países en 2019, junto con avisos adicionales sobre las vulnerabilidades a medio plazo en el sector inmobiliario residencial. La JERS puede emitir avisos si considera necesario señalar vulnerabilidades y tendencias que puedan perturbar la estabilidad financiera, así como recomendaciones no solo dirigidas a señalar los riesgos para la estabilidad financiera, sino también las medidas correctoras necesarias. La última evaluación se publicó en febrero de 2022.

La evaluación publicada por la JERS en febrero de 2022 concluye que los riesgos del sector inmobiliario residencial ocasionados por el rápido crecimiento de los precios de la vivienda y el incremento del endeudamiento de los hogares han seguido aumentando en varios países. Las principales vulnerabilidades destacadas por la JERS se presentan a medio plazo y, en función del país, están relacionadas con el rápido crecimiento de los precios de la vivienda y la posible sobrevaloración de los bienes inmuebles residenciales (a medida que aumenta la brecha entre el alza de los precios de la vivienda y la renta disponible de los hogares), el nivel y la dinámica de endeudamiento de los hogares, el crecimiento del crédito para vivienda y las señales de relajación de los criterios de concesión de préstamos. Las vulnerabilidades específicas varían de un país a otro y en los distintos avisos y recomendaciones se ofrecen datos detallados de los casos más preocupantes. Más allá de las consideraciones de política macroprudencial, algunas vulnerabilidades subyacentes se mitigarían de manera más eficiente en algunos países si se reformasen las políticas de vivienda y fiscalidad.

Cuadro 2.4.1:

		LU	SE	NL	DK	AT	CZ	DE	PT	BE	SK	MT	EST	HU	SI	HR	BG	LT	FR	PL	FI	IE	LV	ES	EL	IT	CY	RO
Evaluación de riesgo de la JERS 2022	Riesgos para el sistema	H	H	H	H	M	M	M	M	M	M	M	M	L	L	L	L	L	M	M	M	M						
	Riesgos para el flujo	H	H	H	H	H	H	H	H	H	H	H	H	H	H	H	H	H	M	M	M	M						
	Riesgo general	H	H	H	H	M	M	M	M	M	M	M	M	M	M	M	M	M	M	M	M	M	NA	NA	NA	NA	NA	NA
Política adecuada y suficiente, 2022		No	No	No	No	No	Sí	No	Sí	Sí	No	Sí	Sí	No	Sí	No	No	Sí	Sí	Sí	No	Sí						
Aviso (W) o Recomendación (R) en	2016	W	W	W	W	W				W											W							
	2019	R	R	R	R		W	W		R									W		R							
	2022					R		R			W			W		W	W											

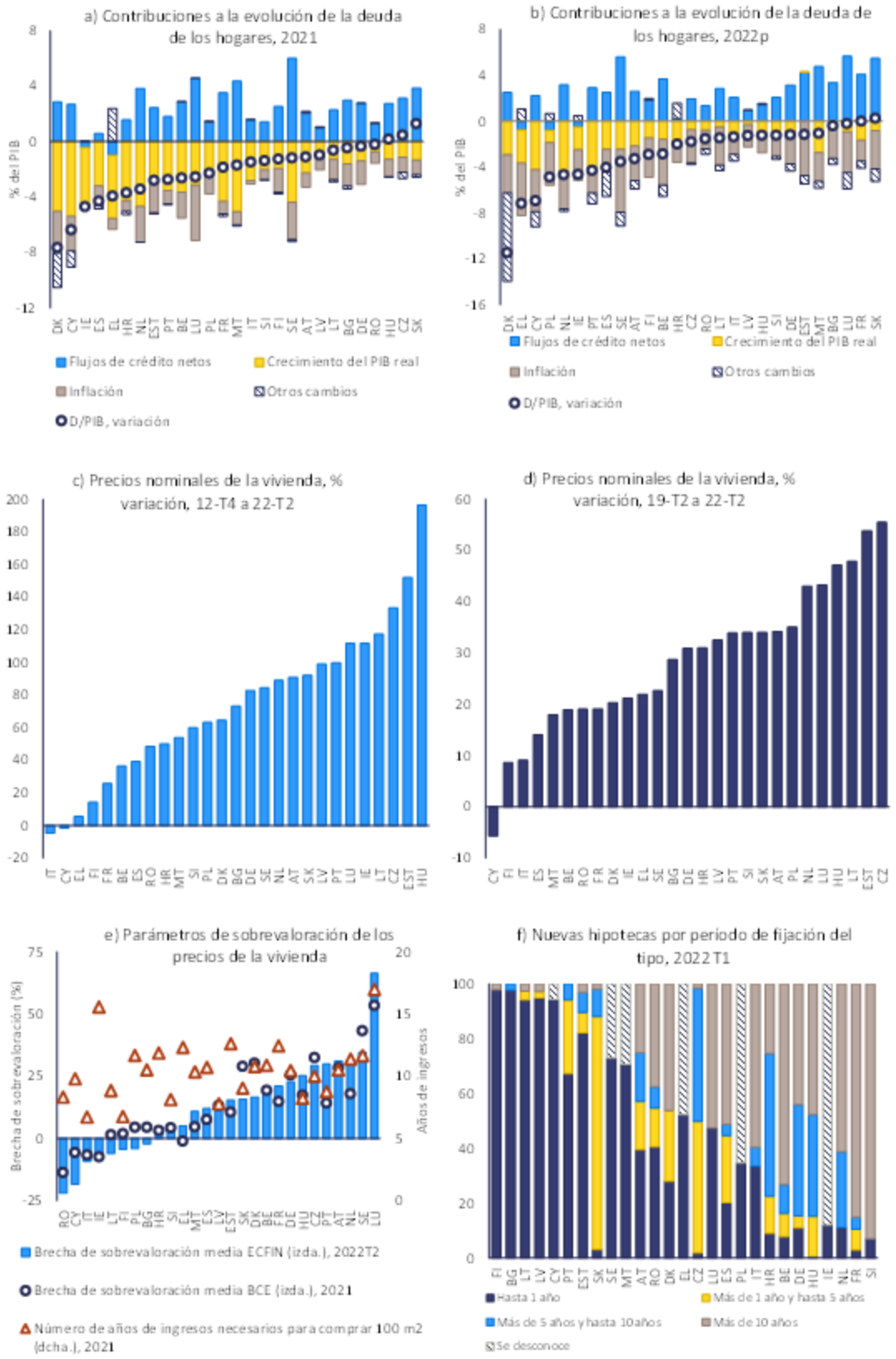
1) NA: No Analizado.
Fuente: JERS

Tras su evaluación, la JERS emitió cuatro avisos para países concretos y dos recomendaciones sobre las vulnerabilidades a medio plazo del sector inmobiliario residencial en países de la UE. Se

([27]) JERS (2016), «Vulnerabilities in the EU residential real estate sectors» (Vulnerabilidades en los sectores inmobiliarios residenciales de la UE), noviembre de 2016, JERS (2019), «Vulnerabilities in the residential real estate sectors of the EEA countries» (Vulnerabilidades en los sectores inmobiliarios residenciales de los países del EEE), septiembre de 2019, y JERS (2022), «Vulnerabilities in the residential real estate sectors of the EEA countries» (Vulnerabilidades en los sectores inmobiliarios residenciales de los países del EEE), febrero de 2022.

emitieron avisos para cuatro países de la UE con indicación de las vulnerabilidades recientemente detectadas: Bulgaria, Croacia, Eslovaquia y Hungría. Se emitieron recomendaciones para Alemania y Austria, que ya habían recibido avisos de la JERS en 2019 y 2016, respectivamente, y que no habían prestado atención suficiente a sus vulnerabilidades. Las vulnerabilidades del sector inmobiliario residencial han seguido siendo elevadas en los países que recibieron recomendaciones de la JERS en 2019. En Dinamarca, Finlandia, Luxemburgo, los Países Bajos y Suecia, las vulnerabilidades han persistido a pesar de las recientes medidas introducidas para corregirlas. En la mayoría de estos casos, los precios de la vivienda se han mantenido al alza o han crecido incluso más rápidamente que antes, de modo que la sobrevaloración de los precios de la vivienda ha permanecido inalterada o ha aumentado. Los riesgos relacionados con el endeudamiento de los hogares también se han mantenido inalterados o han aumentado en varios países. En el resto de los países del EEE, o bien la JERS no ha detectado una acumulación de vulnerabilidades importantes en el sector inmobiliario residencial, o bien las ha detectado, pero la actual posición política se considera suficiente para corregirlas.

Gráfico 2.4.3: **La deuda de los hogares y los precios de la vivienda: gráficos seleccionados**



Fuente: AMECO, Eurostat, BCE y servicios de la Comisión

2.5. SECTOR PÚBLICO

Las ratios de deuda pública disminuyeron en la mayoría de los Estados miembros en 2021, pero se mantienen muy por encima de los niveles anteriores a la pandemia. En 2021, la ratio deuda/PIB disminuyó en casi todos los países de la UE y el agregado de la UE disminuyó unos dos puntos porcentuales. Este descenso es el resultado de la recuperación del PIB nominal después de 2020, al tiempo que se mantenían condiciones de financiación favorables. Por el contrario, los déficits fiscales, aunque inferiores a los de 2020, a menudo siguieron siendo considerables, situándose, por término medio, en el 5,1 % del PIB en la zona del euro y en el 4,6 % del PIB en el conjunto de la UE, mientras se mantenían políticas fiscales expansivas. En particular, los déficits fiscales siguieron reflejando los efectos de las importantes medidas de emergencia temporales adoptadas en relación con la COVID-19 para apoyar a los hogares y las empresas afectados por la pandemia, correspondientes aproximadamente al 3,25 % del PIB agregado de la UE.

Se espera que la ratio deuda pública/PIB siga disminuyendo en la mayoría de los países de la UE en 2022. En la mayoría de los Estados miembros, se prevé que la deuda pública disminuya en 2022 en 3,5 puntos porcentuales en términos agregados, pero que siga siendo superior a los niveles de 2019, en algunos casos cerca de 15 puntos porcentuales. La mejora es el resultado de un crecimiento económico nominal continuado, superior al coste implícito de la deuda, junto con una nueva reducción de los déficits pese a los considerables paquetes de apoyo destinados a los hogares y las empresas en relación con los elevados precios de la energía, tras dos años de importante apoyo presupuestario en el contexto de la pandemia de COVID-19. Los descensos de la ratio de deuda han sido más importantes en los países más endeudados, ya que el crecimiento económico tiene un mayor efecto de desapalancamiento cuando las ratios deuda/PIB son mayores. En algunos países donde la ratio de deuda pública es baja o moderada, cabe esperar que siga creciendo.

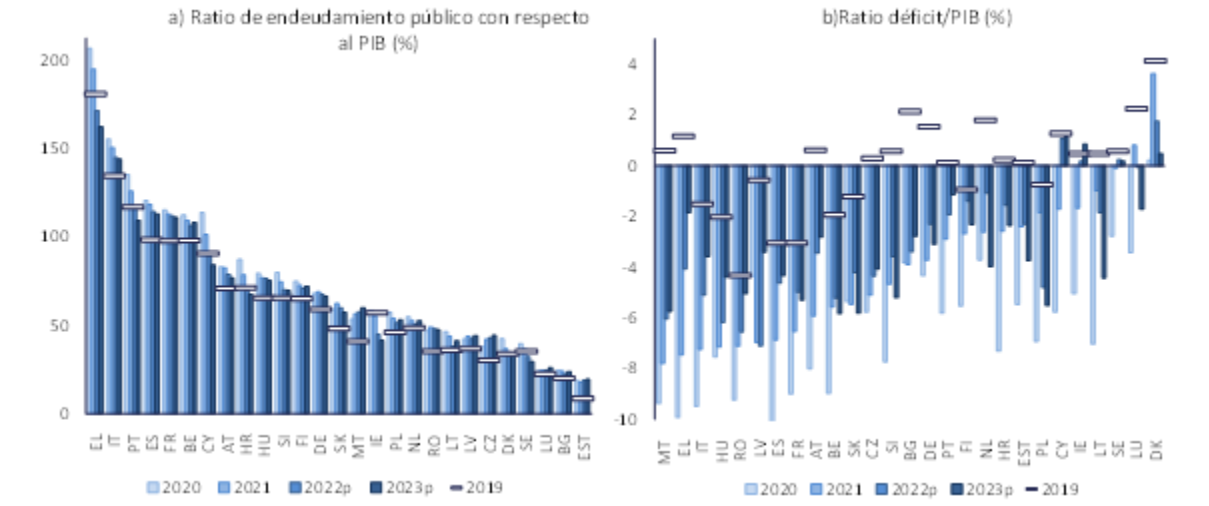
Las perspectivas para 2023 apuntan a un descenso más moderado o a la estabilización de las ratios de deuda pública en la mayoría de los países de la UE. En 2023, se prevé que el debilitamiento de la actividad económica conlleve menores reducciones de la ratio de deuda, mientras que el déficit público aumentará en términos agregados, con cierta diferenciación entre países. Se estima que, para entonces, las ratios de deuda pública alcanzarán sus valores anteriores a la COVID-19 en una minoría de Estados miembros (gráfico 2.5.1). En los próximos meses puede que se adopten medidas adicionales específicas para apoyar a los hogares y las empresas vulnerables, con lo que se trasladaría parte del coste de la crisis energética al sector público y la deuda pública aumentaría. Además, un mayor endurecimiento de las condiciones de financiación o de los movimientos de los tipos de cambio puede tener efectos adversos en los resultados presupuestarios, especialmente en los países no pertenecientes a la zona del euro, donde la proporción de deuda denominada en moneda extranjera suele ser significativa. El alza de la inflación podría tener el efecto de reducir la carga de la deuda en la medida en que aumente el PIB nominal, pero el incremento de las primas de riesgo y el debilitamiento de la actividad económica podrían contribuir a elevar las ratios de deuda pública y, a su vez, crear dificultades en términos de sostenibilidad de la política fiscal, así como en otros sectores de la economía (véase el recuadro 2.5.1).

Los costes de servicio de la deuda pueden aumentar debido al alza de los tipos de interés. En términos reales, actualmente se prevé que los tipos de interés sigan siendo negativos

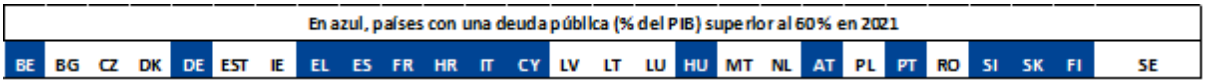
en la zona del euro. El rendimiento de la deuda soberana ha ido en aumento en la zona del euro en 2022, con un ligero incremento de los diferenciales a medida que los mercados incorporan la valoración del riesgo a los precios. A pesar del endurecimiento de la política monetaria, se prevé que los tipos de interés reales sigan siendo negativos y que los rendimientos de la deuda pública en la zona del euro se mantengan entre los más bajos del mundo. Sin embargo, los rendimientos de los bonos de los Estados miembros con un alto nivel de deuda registraron incrementos algo más pronunciados en el tercer trimestre, si bien los mayores plazos de vencimiento contribuyen a amortiguar el impacto. No cabe descartar la posibilidad de que los tipos de interés suban y que el PIB nominal sea negativo, situación que sería más adversa que la prevista actualmente. En este caso, los tipos de interés podrían superar el crecimiento del PIB nominal, lo que aumentaría la presión para que algunos países muy endeudados mejoren su situación fiscal. La introducción del Instrumento para la Protección de la Transmisión por el BCE en julio de 2022 con el fin de garantizar una transmisión ordenada de la política monetaria en todos los Estados miembros de la zona del euro ofrece cierta seguridad para evitar un fuerte deterioro de las condiciones de financiación, siempre que se cumplan las condiciones relativas a la política económica.

En los Estados miembros no pertenecientes a la zona del euro, los costes de servicio de la deuda son mayores debido a la ampliación de los diferenciales de rendimiento de la deuda soberana y a la exposición a la deuda denominada en moneda extranjera. El endurecimiento de las condiciones de financiación a escala mundial ha tenido un efecto más pronunciado fuera de la zona del euro. Los rendimientos de la deuda soberana son especialmente elevados en Hungría, Polonia y Rumanía. Además, los países no pertenecientes a la zona del euro tienen parte importante de su deuda pública denominada en moneda extranjera, especialmente Bulgaria ([28]) (74 %) y Rumanía (52 %), pero también Hungría (22 %), Polonia (22 %) y Suecia (17 %).

Gráfico 2.5.1: **Deuda y déficit públicos con respecto al PIB**



1) Los países se presentan en orden decreciente de las ratios deuda/PIB y déficit/PIB en 2021.
Fuente: AMECO y servicios de la Comisión Europea



([28]) Bulgaria mantiene un tipo de cambio fijo frente al euro a través de un sistema de junta monetaria y se adhirió al MTC II en julio de 2020.

A nivel nacional, cabe destacar los siguientes aspectos de la evolución del sector público:

- A finales de 2021, las ratios de deuda pública con respecto al PIB se situaban por encima del 60 % en Alemania, Austria, Croacia, Eslovenia, Eslovaquia, Finlandia y Hungría y por encima del 100 % en Grecia, Italia, Portugal, España, Francia, Bélgica y Chipre. Las ratios deuda/PIB disminuyeron en 2021 en todos esos Estados miembros salvo Alemania y Eslovaquia y se prevé que sigan disminuyendo en la mayoría de ellos en 2022 y 2023.

- Se ha determinado que Grecia presenta elevados riesgos para la sostenibilidad de la política fiscal a corto plazo (véase el recuadro 2.5.1). Su ratio deuda pública/PIB es la más elevada de la UE y se sitúa muy por encima del 100 %, y el déficit fiscal sigue siendo considerable, pero se espera que se reduzca notablemente. Se espera que las necesidades brutas de financiación disminuyan en los próximos años.

- A medio plazo, se considera que existen elevados riesgos para la sostenibilidad de la política fiscal en nueve Estados miembros, a saber, Bélgica, Eslovaquia, Eslovenia, España, Francia, Grecia, Italia, Portugal y Rumanía. Los países con las ratios de deuda más elevadas son especialmente vulnerables a los cambios en las condiciones de financiación. En un escenario de incremento de 1 punto porcentual del diferencial entre crecimiento e interés, la deuda aumentaría en más de 10 puntos porcentuales del PIB de aquí a 2023 en Italia, Grecia, España y Portugal (véase el recuadro 2.5.1).

- Rumanía y Hungría se caracterizan por unos déficits fiscales persistentemente elevados y crecientes rendimientos de la deuda pública, y la deuda denominada en moneda extranjera alcanza niveles importantes en ambos países, especialmente en el primero. En Hungría, la deuda pública también supera el 60 % del PIB y las necesidades brutas de financiación pública son elevadas. En Rumanía, se prevé que la ratio deuda pública/PIB disminuya ligeramente, teniendo en cuenta que se espera una mejora de los resultados fiscales.

Recuadro 2.5.1: Cambio en las condiciones de financiación — escenario adverso de «r-g» (tipos de interés-crecimiento)

La Comisión evalúa los riesgos de sostenibilidad de los Estados miembros a corto, medio y largo plazo. Considera que Grecia presenta vulnerabilidades a corto plazo debido a variables fiscales y macrofinancieras. ([29]) A medio plazo, se considera que existen elevados riesgos para la sostenibilidad de la política fiscal en nueve Estados miembros, a saber, Bélgica, Eslovaquia, Eslovenia, España, Francia, Grecia, Italia, Portugal y Rumanía. Dichos riesgos son consecuencia de lo siguiente:

- ratios de deuda elevadas o crecientes, especialmente si van ligadas a una situación fiscal débil,
- mayor incertidumbre en torno a las proyecciones de referencia,
- vulnerabilidad a escenarios macrofinancieros adversos,
- la magnitud del ajuste fiscal necesario para situar la ratio deuda/PIB en el 60 % a medio plazo, es decir, el indicador S1.

Repercusión de un escenario «r-g» adverso en el nivel de deuda

País	Repercusión
IT	11,86
EL	10,92
FR	8,62
ES	8,42
BE	7,89
PT	7,48
HU	5,97
HR	5,61
AT	5,47
SI	5,20
FI	5,00
DE	4,95
PL	4,65
CY	4,45
NL	4,33
SK	4,23
MT	4,21
RO	4,00
CZ	3,62
LT	2,75
LV	2,72
BG	2,20
IE	1,98
DK	1,85
EST	1,84
LU	1,66
SE	1,38

Fuente: servicios de la Comisión Europea

-

([29]) La clasificación del riesgo para la sostenibilidad de la política fiscal se basa en las previsiones de la primavera de 2022 de la Comisión (presentadas también en la «Sección de países» del presente Informe sobre el Mecanismo de Alerta).

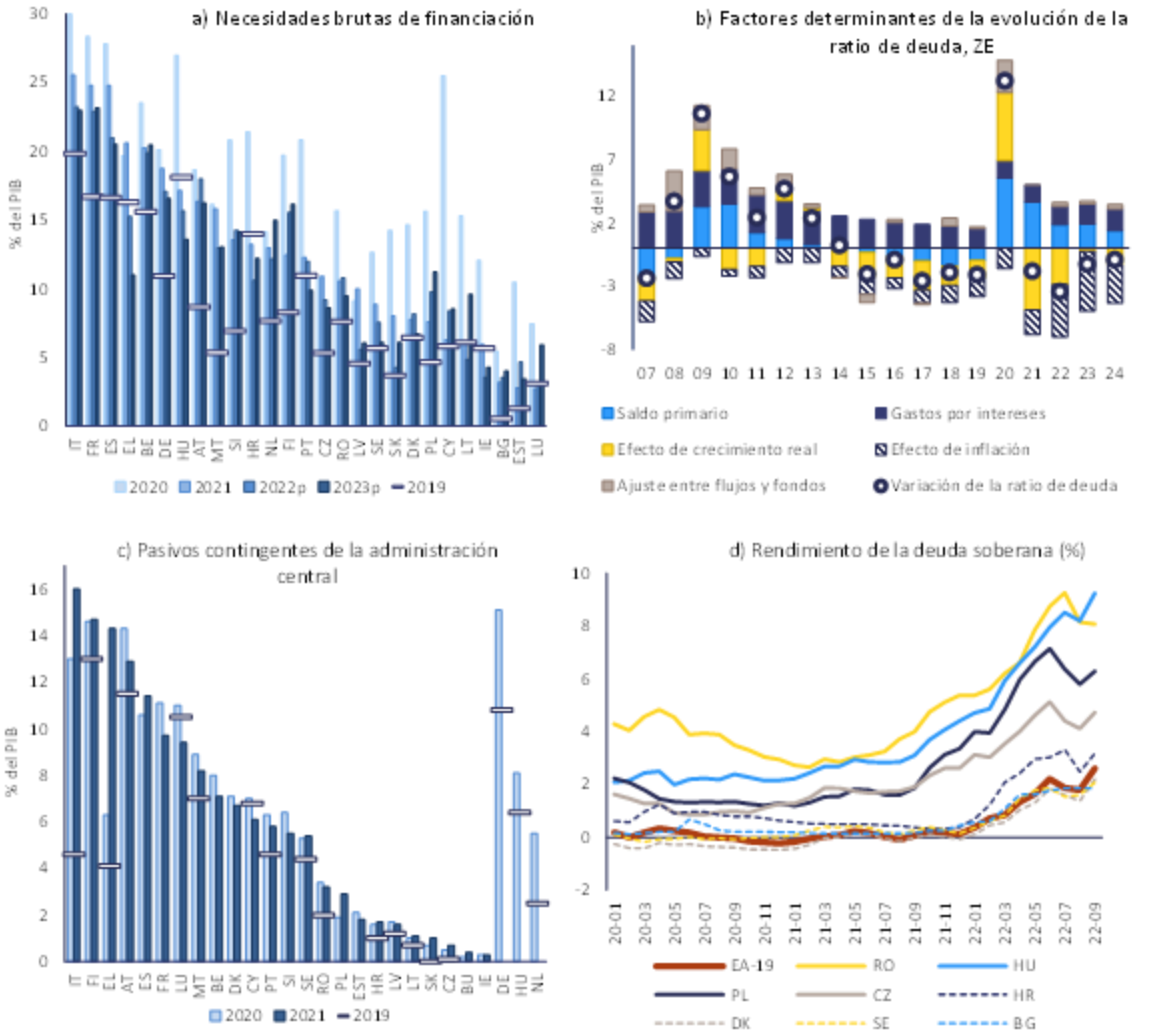
Además del análisis de la deuda y la clasificación del riesgo, existen otros factores que pueden afectar a la sostenibilidad de la política fiscal. ([30]) Por el lado negativo, los pasivos contingentes, que son elevados para el conjunto de la UE pero que también presentan grandes diferencias entre países, pueden tener efectos significativos en la deuda y el déficit públicos. Lo mismo cabe decir del riesgo derivado de los pasivos contingentes en el sector bancario. Por el lado positivo, los riesgos para la sostenibilidad de la política fiscal se ven mitigados por el alargamiento de los plazos de vencimiento de la deuda que se ha observado en los últimos años o por los efectos de las reformas e inversiones del MRR en el crecimiento del PIB que se espera más bien a medio y largo plazo.

La incertidumbre y los cambios en el contexto económico pueden desempeñar un papel crucial en la sostenibilidad de la política fiscal. Las condiciones de financiación han sido favorables durante la última década, ante los bajos tipos de interés prevalentes a causa del envejecimiento de las sociedades, el menor crecimiento de la productividad y la política monetaria aplicada por los bancos centrales. Un escenario «r-g» negativo, en el que el crecimiento económico es superior a los tipos de interés, mitiga en cierta medida las dificultades fiscales, pero no las elimina, ya que el diferencial puede invertirse en función de los cambios en las condiciones. Esta es precisamente la razón por la que la evaluación de los riesgos para la sostenibilidad reviste particular importancia en la actualidad cuando los tipos de interés tienden al alza mientras el crecimiento decae, debido a los cambios en las condiciones de financiación y al debilitamiento de la situación económica en general.

Con peores resultados de crecimiento o tipos de interés más elevados en la próxima década, podría producirse un incremento de las ratios de deuda si no se adoptan medidas. El escenario de referencia para el análisis de la sostenibilidad de la política fiscal se basa en la premisa de unas condiciones de financiación favorables. Además, se ha diseñado un escenario adverso en el que «r-g» aumente o incluso se invierta. En este escenario, se espera que la proyección de «r-g» siga siendo negativa en la mayoría de los países de la UE en 2032, pero que sea superior a la prevista en el escenario de referencia. Como consecuencia de ello, la deuda prevista en el escenario adverso sería más elevada de aquí a 2032 en comparación con el escenario de referencia.

([30]) Comisión Europea (2022): «Fiscal Sustainability Report, Institutional Paper 171» (Informe sobre la sostenibilidad de la política fiscal, Documento institucional 171).

Gráfico 2.5.2: **El sector público: gráficos seleccionados**



Fuente: Servicios de la Comisión Europea.

2.6. SECTOR FINANCIERO

El sector bancario de la UE mostró resiliencia frente a los efectos de la pandemia en 2021, pero ha seguido afectado por una rentabilidad estructuralmente baja. La ratio de capital ordinario de nivel 1 se mantuvo elevada y estable en el último año (3T 2021-2T 2022) (gráfico 2.6.1 a). La rentabilidad de los recursos propios se ha recuperado por encima de los niveles anteriores a la pandemia en un contexto de mayores ingresos de explotación y menores provisiones durante este período, pero la rentabilidad sigue siendo un problema estructural en toda la UE debido al exceso de capacidad y a la baja eficiencia en términos de costes. ([31]) En 2021 y en el primer semestre de 2022 prosiguió la enajenación de los préstamos dudosos preexistentes, mientras que no se produjo ningún aumento notable de nuevos préstamos dudosos a pesar de la retirada gradual de las moratorias sobre las amortizaciones de préstamos que se introdujeron tras el brote de la pandemia de COVID-19 (gráfico 2.6.1 b). La concesión de créditos a sociedades no financieras continuó a pesar de la expiración gradual de las garantías públicas otorgadas durante el brote de COVID-19 y, en algunos países, del endurecimiento de las medidas macroprudenciales. El crédito a los hogares aumentó continuamente en 2021 en un contexto de repunte de los precios de la vivienda en toda la UE (gráfico 2.6.2 a). Las condiciones de crédito comenzaron a endurecerse en el segundo semestre de 2021 y los tipos de interés de los préstamos aumentaron al mismo tiempo que las restricciones monetarias, especialmente en los países no pertenecientes a la zona del euro (gráficos 2.6.2 b y c).

De cara al futuro, es probable que el empeoramiento de las perspectivas económicas tenga efectos negativos en la calidad de los activos y la rentabilidad bancaria. Si bien el impacto de la invasión rusa de Ucrania en el sector financiero de la UE ha sido limitado hasta la fecha debido a los bajos niveles de exposición financiera directa, existe el riesgo de que se produzcan efectos de segunda ronda. El empeoramiento de las perspectivas económicas y el efecto retardado de la retirada de las medidas de apoyo pueden impulsar al alza las ratios de préstamos dudosos, que, en la mediana de la gran banca de la UE, se situaron en el 1,8 % a finales del segundo trimestre de 2022. ([32]) Esta hipótesis está respaldada por las frecuentes medidas de reestructuración o refinanciación y la elevada proporción de los préstamos clasificados como de bajo rendimiento (préstamos de la fase 2) (gráfico 2.6.2 d), que se situaron en el 9,5 % en la zona del euro en el segundo trimestre de 2022. ([33]) ([34]) Este porcentaje está muy por encima de los niveles anteriores a la pandemia y sigue creciendo en los sectores que no se han recuperado plenamente de la pandemia. ([35]) Las ratios de capital se redujeron ligeramente a principios de 2022, en un contexto de incremento de los activos ponderados por riesgo, pero se mantuvieron estables en el segundo trimestre de 2022, y la ratio agregada de capital ordinario de nivel 1 para

([31]) BCE, «Financial Stability Review» (Informe de estabilidad financiera), mayo de 2022.

([32]) Indicadores clave de riesgo de la ABE.

([33]) Con arreglo a la NIIF 9, las entidades aplicables deben situar ahora los instrumentos financieros en tres fases distintas: «productivos» (fase 1), «de bajo rendimiento» (fase 2) y «dudosos» (fase 3). La fase 2 se refiere a los préstamos con un aumento significativo del riesgo de crédito desde el reconocimiento inicial.

([34]) Datos de supervisión bancaria del BCE.

([35]) La Autoridad Bancaria Europea (ABE) inició su ejercicio anual de transparencia a escala de la UE correspondiente a 2022 en el mes de septiembre y espera publicar la información sobre los niveles de exposición de los bancos y la calidad de los activos a principios de diciembre, junto con el informe de evaluación de riesgos de la ABE.

la gran banca se mantuvo en el 15 %. ([36]) La rentabilidad de los recursos propios se situó en el 7,9 % en el segundo trimestre de 2022, apoyada en los ingresos netos por intereses. ([37]) El alza de los precios de la energía y el deterioro de las perspectivas económicas limitan a muchos prestatarios, y el aumento previsto de los riesgos de crédito ya se ha reflejado en el descenso de las valoraciones del sector financiero en 2022, si bien está en consonancia, en líneas generales, con la tendencia general del mercado. Las encuestas sobre préstamos bancarios en la zona del euro indican que las entidades de crédito siguieron endureciendo sus criterios de concesión tanto a los hogares como a las empresas en 2022 y que se produjo un endurecimiento notable en el tercer trimestre del año. ([38]). En septiembre de 2022, la Junta General de la Junta Europea de Riesgo Sistémico (JERS) emitió un aviso sobre las vulnerabilidades del sistema financiero de la UE, haciendo hincapié en que han aumentado los riesgos para la estabilidad financiera de la UE y en la probabilidad de que se materialicen los escenarios de riesgo extremo. Los riesgos detectados tienen que ver con lo siguiente: i) el deterioro de las perspectivas macroeconómicas, ii) los riesgos para la estabilidad financiera derivados de una posible corrección drástica del precio de los activos, y iii) las implicaciones de estas circunstancias para la calidad de los activos. ([39])

El alza de los tipos de interés representa tanto una oportunidad como un reto para el sector financiero europeo, con un incremento del riesgo. El persistente entorno de bajos tipos de interés creó problemas al sector financiero de la UE en la década anterior y fue una de las razones de su baja rentabilidad. Si bien el aumento de los tipos de interés eleva los ingresos de la banca en concepto de intereses, en adelante también puede incrementar sus costes de financiación. Además, el alza de los tipos de interés puede tener efectos negativos en las valoraciones de los activos y las garantías de las entidades bancarias, incluidos los bienes inmuebles y la cartera de valores. Los bancos y los inversores institucionales, en particular las compañías de seguros, también podrían verse amenazados por curvas de rendimiento planas o invertidas en un entorno de riesgo de recesión inminente. Cabe esperar que el aumento de los costes de financiación, junto con la elevada inflación y el bajo crecimiento económico, ejerzan presión sobre los prestatarios vulnerables. ([40]) La persistencia o el aumento de la fragmentación de los costes de financiación de la deuda soberana en la zona del euro puede tener efectos negativos en los sectores bancarios, con un fuerte sesgo nacional. Si bien el aumento de los tipos de interés es una circunstancia positiva para las compañías de seguros cuya cartera de inversión consiste principalmente en activos de bajo riesgo, los fondos de inversión y de pensiones pueden sufrir pérdidas de valoración en su cartera de rentabilidad fija. El alza de los tipos de interés, junto con la reevaluación de los precios de los activos, también afectan a los bienes inmuebles comerciales a los que las entidades de crédito están cada vez más expuestas. ([41]) Sin embargo, la complejidad del mercado de bienes inmuebles comerciales, con la presencia de entidades no bancarias e internacionales, así como importantes lagunas en los datos, complican la evaluación del riesgo. ([42])

([36]) Indicadores clave de riesgo de la ABE. La ABE publicó en julio de 2022 su proyecto de metodología para las pruebas de resistencia a escala de la UE de 2023, que está en proceso de debate con el sector. Dicha metodología abarca todos los ámbitos de riesgo y se basa en la elaborada para la prueba de resistencia a escala de la UE de 2021, con algunas mejoras metodológicas y una muestra de bancos más amplia.

([37]) Cuadro de riesgo de la ABE, 2T 2022 y estadísticas de supervisión bancaria del BCE, 2T 2022.

([38]) Encuesta del BCE sobre préstamos bancarios en la zona del euro, tercer trimestre de 2022.

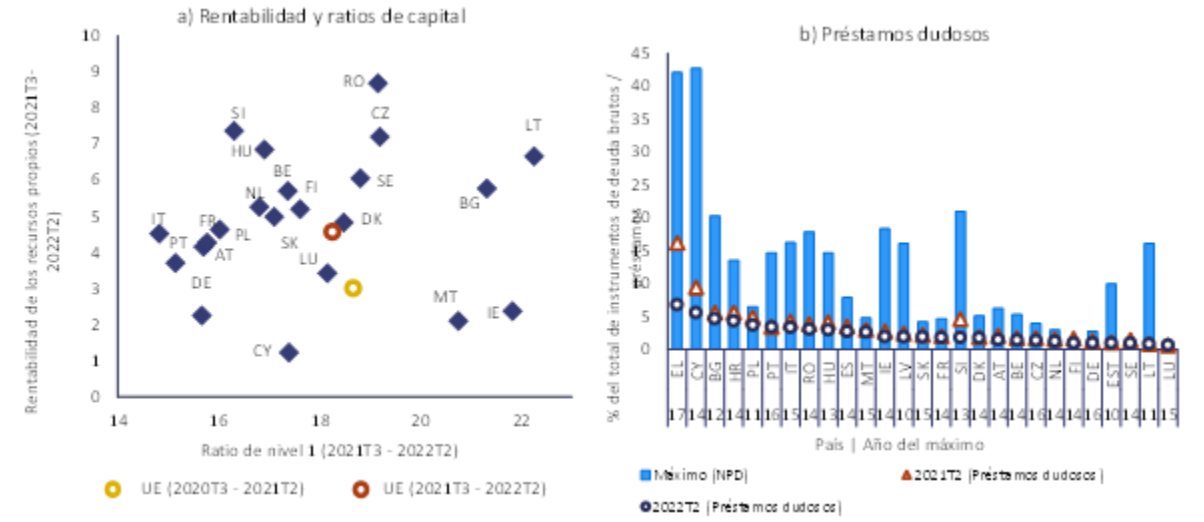
([39]) JERS/2022/7.

([40]) BCE, «Financial Stability Review» (Informe de estabilidad financiera), mayo de 2022.

([41]) Los bienes inmuebles comerciales representan más del 9 % de la exposición al riesgo de los bancos en la zona del euro. En la zona del euro, casi la mitad del 12,6 % de crecimiento de los préstamos a sociedades no financieras entre el 4T 2019 y el 2T 2022 (5,6 puntos porcentuales) se dedicó a servicios inmobiliarios y profesionales.

([42]) «Commercial real estate and financial stability – new insights from the euro area credit register» (Bienes inmuebles comerciales y estabilidad financiera — Nuevas perspectivas del registro de crédito de la zona del euro), ECB Macroprudential Bulletin, n.º 19, octubre de 2022.

Gráfico 2.6.1: **Bancos: rentabilidad, ratios de capital y préstamos dudosos**



La ratio de capital ordinario de nivel 1 comprende las acciones ordinarias y las ganancias acumuladas. La ratio de nivel 1 y la rentabilidad de los recursos propios son la media de los datos trimestrales del último año (3T 2021-2T 2022). El valor medio de la UE no está ponderado por el tamaño de la economía. Grecia (EL), que presenta una rentabilidad de los recursos propios muy negativa (–6 %), no está incluida en el panel izquierdo. Los datos relativos al «pico» se refieren a la ratio entre los instrumentos de deuda dudosos brutos y el total de instrumentos de deuda brutos; las ratios de préstamos dudosos se refieren al 2T 2021 y al 2T 2022; las cifras que aparecen bajo los códigos de país indican el año en que los instrumentos de deuda dudosos alcanzaron el pico.
Fuente: datos bancarios consolidados del BCE, servicios de la Comisión Europea

Los riesgos para la estabilidad financiera mundial han aumentado significativamente en el último año. En 2022, los riesgos para la estabilidad financiera han aumentado en todo el mundo en un contexto de elevada inflación, endurecimiento de las condiciones financieras y elevada volatilidad de los mercados. ([43]) La revisión de la valoración del riesgo en los precios a escala mundial podría repercutir en los mercados financieros y provocar inestabilidad, además de elevar los costes de endeudamiento para los prestatarios soberanos y privados, posiblemente de manera idiosincrática. Esta circunstancia plantea distintos retos a las distintas partes del sector financiero y la interconexión del sistema financiero mundial hace difícil predecir dónde podrían materializarse las vulnerabilidades.

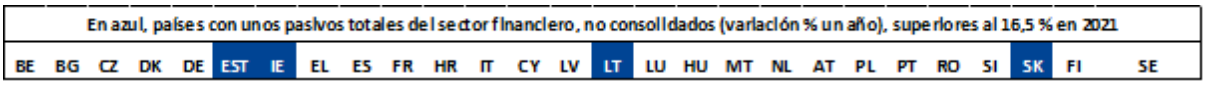
El sistema financiero está expuesto a nuevos riesgos sistémicos, que pueden tener un impacto diferenciado tanto en la UE como en la zona del euro. La probabilidad de que se produzcan algunos riesgos sistémicos adversos, en particular los riesgos de mal funcionamiento del mercado y de agotamiento de la liquidez, ha aumentado en toda la UE y puede afectar tanto a las entidades financieras bancarias como a las no bancarias. ([44]) La materialización de estos riesgos sistémicos puede tener efectos diferenciados en el territorio de la UE. Mientras que, en la zona del euro, la heterogeneidad de las intervenciones de regulación de los Estados miembros puede precipitar divergencias en su evolución, los Estados miembros no pertenecientes a la zona del euro están sujetos a riesgos adicionales relacionados con el agotamiento de la liquidez y el funcionamiento de los mercados de divisas. Se espera que los riesgos operativos sigan siendo elevados, lo que se vincula a un mayor riesgo de ciberataque en un contexto de creciente digitalización. ([45]) Los riesgos climáticos y la creciente exposición a criptoactivos representan un reto especial para algunas entidades financieras no bancarias.

([43]) FMI, 2022: «Informe sobre la estabilidad financiera mundial: Navegar un entorno de inflación alta», octubre de 2022.

([44]) Aviso de la JERS sobre las vulnerabilidades del sistema financiero de la Unión (ESRB/2022/7), octubre de 2022.

([45]) Cuadro de riesgos de la ABE, 2T 2022.





A nivel nacional, cabe destacar los siguientes aspectos de la evolución del sector financiero:

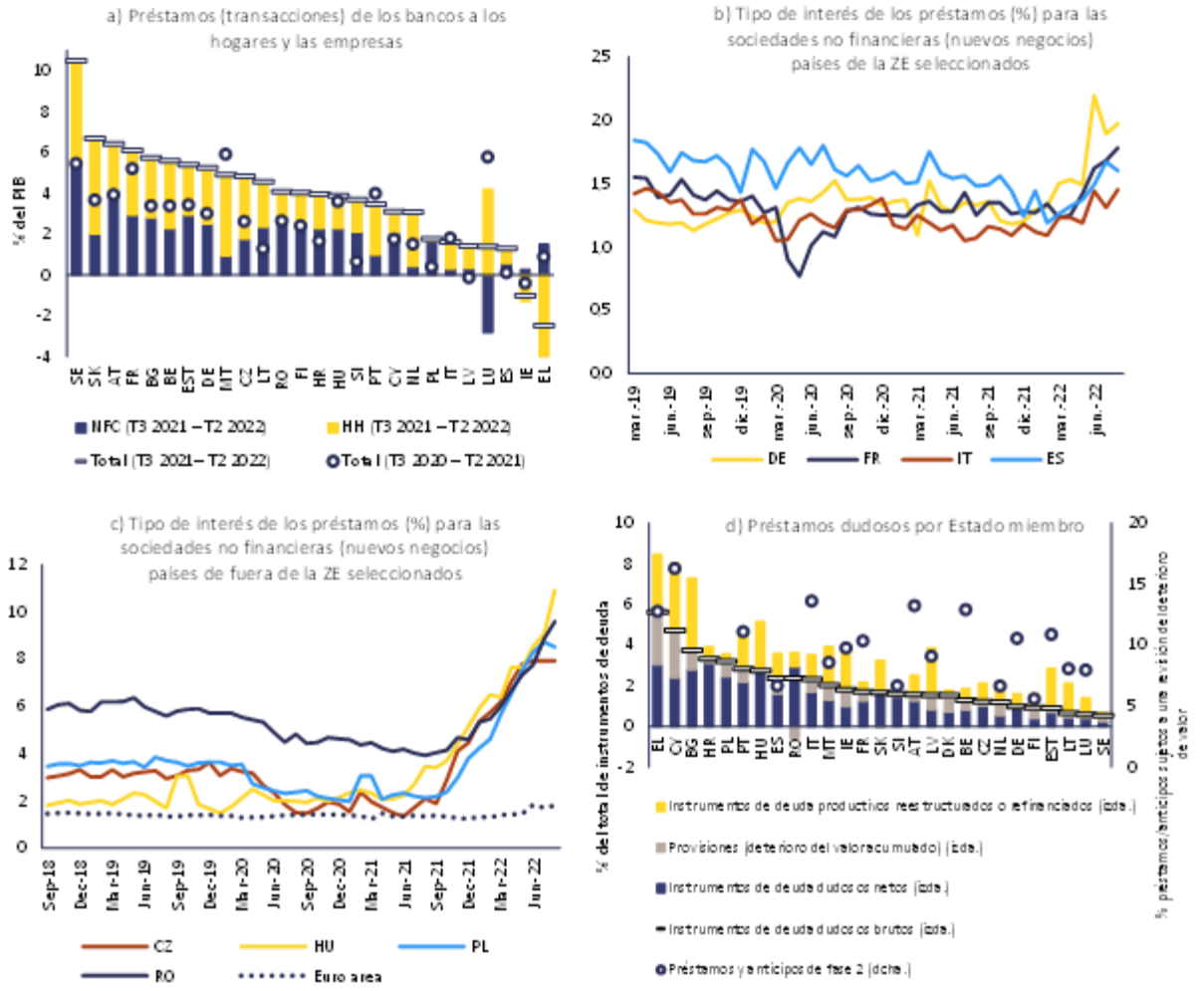
- Algunos países, entre ellos Chipre, Grecia e Italia, sufren una combinación de escasa rentabilidad del sector financiero, vulnerabilidad del sector empresarial y elevada deuda pública, lo que aumenta el riesgo de que se produzcan bucles de retroalimentación negativos. Los tres países han registrado grandes mejoras en sus ratios de préstamos dudosos, que, no obstante, se mantienen por encima de la media de la UE (tan solo ligeramente en el caso de Italia), mientras que los préstamos de la fase 2 y los préstamos reestructurados o refinanciados son elevados. En Grecia, la ratio de préstamos dudosos de los bancos ha disminuido significativamente gracias a las ventas de esta clase de préstamos, que eliminaron el riesgo para los bancos pero lo trasladaron parcialmente a algunas instituciones financieras no pertenecientes al sector bancario. Otras preocupaciones tienen que ver con la rentabilidad negativa de los bancos y los flujos de crédito negativos en 2021, mientras que la ratio de capital se mantuvo entre las más bajas de la UE. Los bancos chipriotas también registraron una rentabilidad muy baja en 2021, mientras que la ratio de capital se ha acercado a la media de la UE. Los bancos italianos registran una ratio de capital inferior a la media y una elevada exposición a la deuda pública.

- La calidad de los activos de los bancos es un problema en Bulgaria, donde los préstamos dudosos siguen siendo elevados, aunque tiendan a disminuir, en el contexto de una elevada deuda reestructurada o refinanciada. En la zona del euro, los préstamos de la fase 2 son especialmente elevados en Austria. La ratio de deuda reestructurada o refinanciada aumentó significativamente en Hungría en 2021.

- Los sectores bancarios de Alemania, Malta e Irlanda siguen caracterizándose por una rentabilidad muy baja y el deterioro de las perspectivas económicas entraña el riesgo de que se reduzca aún más.

- En Eslovaquia, Estonia, Irlanda y Lituania, los pasivos del sector financiero crecieron en 2021 por encima del umbral del 16,5 % establecido en el cuadro de indicadores del PDM. El flujo de crédito al sector privado superó el umbral del 14 % del cuadro de indicadores del PDM en Luxemburgo y Suecia.

Gráfico 2.6.2: **El sector financiero: gráficos seleccionados**



Fuente: BCE

3. SECCIÓN DE PAÍSES

3.1. BÉLGICA

En Bélgica, las ratios de deuda pública y del sector privado con respecto al PIB son elevadas, aunque los riesgos asociados parecen ser limitados. La competitividad de costes suscita preocupación, previéndose un fuerte aumento de los costes laborales unitarios nominales. La deuda pública de Bélgica sigue siendo elevada a pesar de sus recientes reducciones.

En el anterior ciclo del PDM, la Comisión no llevó a cabo un examen exhaustivo ni detectó desequilibrios macroeconómicos en Bélgica. Este año, la Comisión no considera necesario llevar a cabo un análisis más profundo de Bélgica.

Se prevé un crecimiento del PIB real del 2,8 % en 2022 y del 0,2 % en 2023. La inflación es elevada. En términos interanuales, se elevó al 13,1 % en octubre, estimándose una inflación subyacente del 4,8 %. Se prevé que los precios aumenten más rápidamente que los salarios.

La lectura del cuadro de indicadores de Bélgica muestra que, en 2021, tres indicadores superaron sus umbrales indicativos, a saber, la deuda privada, la deuda pública y la variación del desempleo juvenil. La lectura económica del cuadro de indicadores pone de relieve los siguientes fenómenos relevantes:

- La **competitividad de costes** suscita preocupación. Los costes laborales unitarios nominales disminuyeron ligeramente en 2021, tras un pronunciado incremento relacionado con la pandemia en 2020, pero se prevé que aumenten notablemente en 2022 y 2023, debido a que los incrementos salariales nominales serán relativamente elevados. Este aumento supone una aceleración con respecto al período inmediatamente anterior a la pandemia y es más pronunciado que en los homólogos de Bélgica en la zona del euro. El tipo de cambio efectivo real basado en el IPCA se apreció ligeramente en 2021. No obstante, en términos interanuales, se había depreciado en agosto de 2022.

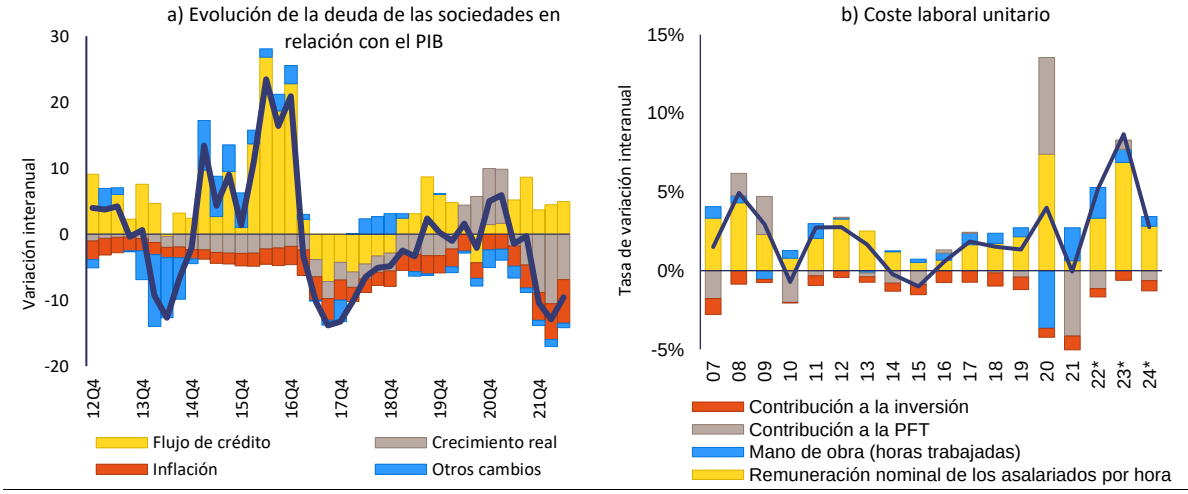
- La ratio de **deuda de las sociedades no financieras** con respecto al PIB sigue siendo una de las más elevadas de la UE, pero tiende a la baja. En 2021, se observó una caída moderada hasta el 106,9 %, ya que el fuerte crecimiento compensó la reanudación de los flujos de crédito. Siguió bajando en el primer semestre de 2022, pero existen factores de riesgo asociados al entorno macroeconómico. La deuda es ahora 11 puntos porcentuales menor que en 2019, pero se mantiene por encima de los valores de referencia prudenciales y fundamentales. La elevada proporción de préstamos transfronterizos intragrupo en la deuda de las empresas reduce los riesgos.

- La ratio de **deuda de los hogares** con respecto al PIB se está reduciendo, pero sigue siendo elevada. Tras un fuerte incremento en 2020, disminuyó en 2021, ante la expectativa de que los flujos netos de crédito sigan siendo moderados. La ratio de deuda de los hogares también se redujo ligeramente en el primer semestre de 2022, hasta acercarse a su nivel anterior a la pandemia. Es probable que el crecimiento nominal de la producción siga favoreciendo el desapalancamiento en 2022, dada la tasa de inflación. La deuda de los hogares se sitúa por encima del valor de referencia fundamental, pero por debajo del prudencial. La deuda dudosa de los hogares sigue siendo baja; la elevada proporción de hipotecas de tipo fijo a largo plazo y el incremento real estimado en la remuneración reducen los riesgos asociados a la deuda de los hogares a corto plazo.

- Aumenta la preocupación en relación con la evolución de los **precios de la vivienda**. El crecimiento de los precios nominales de la vivienda se aceleró al 7,1 % en 2021. El crecimiento interanual de los precios nominales de la vivienda se situó en el 5,9 % en el segundo trimestre de 2022. Se estimó que los precios de la vivienda estaban sobrevalorados en un 23,4 % en 2021.

- Existen riesgos asociados a la elevada **deuda pública** de Bélgica. La deuda pública disminuyó en 2021, hasta el 109,2 % del PIB, ya que el fuerte crecimiento produjo un marcado efecto denominador. Todavía se encuentra unos 12 puntos porcentuales por encima de su nivel de 2019. Se estima que la deuda pública volverá a disminuir en 2022, pero está previsto que aumente en 2023 y 2024. El déficit público sigue siendo elevado, aunque se redujo al 5,6 % en 2021 y está previsto que se reduzca ligeramente en 2022 antes de volver a aumentar. Los riesgos para la sostenibilidad de la política fiscal son elevados, tanto a medio como a largo plazo, debido a las proyecciones a largo plazo de la evolución de la deuda y al incremento de los costes relacionados con el envejecimiento de la población.

Gráfico 3.1.1: **Gráficos seleccionados: Bélgica**



Fuente: AMECO, Eurostat y servicios de la Comisión Europea

Cuadro 3.1.1: **Indicadores económicos y financieros clave: Bélgica**

	Umbrales	Valor de referencia I	Valor de referencia II	2019	2020	2021	previsiones 2022	previsiones 2023
Posición exterior								
Balanza de pagos por cuenta corriente, balanza de pagos (% del PIB, media tres años)	– 4 % /6 %			0 0	0 0	0 1	0 0	-0 2
Balanza de pagos por cuenta corriente, balanza de pagos (% del PIB)		0 1 (1)	0 2 (2)	0 0	0 1	0 0	-0 3	-0 3
Posición de inversión internacional neta (en % del PIB)	-35 %	-82 (3)	11 (4)	4 1	4 7	6 0	5 2	4 6
NENDI - PIIN excluidos los instrumentos sin riesgo de impago (en % del PIB) (5)				36 1	34 6	37 3		
Competitividad								
Índice de costes laborales unitarios nominales (variación % tres años)	9 % (2E) 12 % (zona no euro)			0 5	0 7 p	0 5 p	1 0	1 5
Índice de costes laborales unitarios nominales (variación % interanual)				0 1	0 4 p	0 0 p	0 5	0 9
Tipo de cambio efectivo real – 42 socios comerciales, deflactor del IPCA (variación % tres años)	5 % (2E) ± 11 % (dentro euro)			0 3	0 3	0 1	0 2	-0 5
Tipo de cambio efectivo real – 42 socios comerciales, deflactor del IPCA (variación % un año)				0 1	0 1	0 1	0 4	-0 2
Cuota de mercado de las exportaciones – % de exportaciones mundiales (variación % cinco años)	– 6 %			0 2	1 0	0 2	0 2	0 2
Cuota de mercado de las exportaciones – % de exportaciones mundiales (variación % un año)				0 1	0 5	-0 1	0 0	-0 1
Deuda del sector privado								
Deuda del sector privado, consolidado (% del PIB)	133 %			1 7 8	1 8 1 p	1 6 9 p	1 6 0	1 5 4
Flujo de crédito al sector privado, consolidado (% del PIB)	14 %			0 5	-0 3 p	0 4 p	0 6	0 6
Deuda de los hogares, consolidado (% del PIB)		49 (6)	87 (7)	60 4	6 5 6	6 2 1	6 0 7	6 0 3
Deuda de sociedades no financieras, consolidado (% del PIB)		72 (6)	72 (7)				9 9 2	9 3 8
Mercado de la vivienda								
Índice de precios de la vivienda, deflactado (variación % un año)	6 %			0 3	0 3	0 5	0 2	-0 1
Índice de precios de la vivienda, nominal (variación % un año)		2 3 (8)		4 0	4 2	7 1	3 5	1 1
Deuda pública								
Deuda bruta de las administraciones públicas (% del PIB)	60 %			9 8	1 1 2	1 0 9	1 0 6	1 0 5
Saldo de las administraciones públicas (en % del PIB)				-1 9	-9 0	-5 6	-5 2	-5 5
Sector bancario								
Total de los pasivos del sector financiero, no consolidado (variación % un año)	16 5 %			0 6	0 9	0 8	0 6	
Rentabilidad de los recursos propios (%)				8 8	5 9	9 9		
Ratio de capital ordinario de nivel 1		10 6 (9)		15 5	17 1	17 6		
Préstamos dudosos brutos, entidades residentes y extranjeras (% de los préstamos brutos)				2 1 e	2 1 e	1 8 p	1 4	
Mercado laboral								
Tasa de desempleo (media tres años)	10 %			0 6 b	0 6	0 6	0 6	0 6
Tasa de desempleo (nivel anual)		0 6 (10)		0 6	0 6	0 6	0 6	0 6
Tasa de actividad – % del total de la población de 15-64 años (variación tres años en puntos porcentuales	-0,2 pp			0 1	0 0 b	0 1	0 2	0 2
Tasa de desempleo a largo plazo - % de población activa de 15-74 años (variación tres años en puntos pc	0,5 pp			0 2	-0 1	0 0		
Tasa de actividad – % de la población activa de 15-24 años (variación tres años en puntos porcentuales)	2 pp			0 6	-0 4	0 2		

Notas: Véase el anexo 1

Fuente: Servicios de la Comisión, Eurostat y BCE; Comisión Europea en el caso de las previsiones (otoño de 2022)

3.2. BULGARIA

En Bulgaria, la competitividad de costes y la deuda de las empresas suscitan preocupación, aunque los riesgos asociados parecen ser limitados. Los costes laborales unitarios nominales han crecido considerablemente en los últimos años y se espera que sigan aumentando, en un contexto de inflación subyacente muy elevada y de fuertes incrementos salariales nominales. La deuda de las sociedades no financieras está disminuyendo, pero sigue siendo comparativamente elevada.

En el anterior ciclo del PDM, la Comisión no llevó a cabo un examen exhaustivo ni detectó desequilibrios macroeconómicos en Bulgaria. Este año, la Comisión no considera necesario llevar a cabo un análisis más profundo de Bulgaria.

Se prevé un crecimiento del PIB real del 3,1 % en 2022 y del 1,1 % en 2023. La inflación es elevada, en particular en comparación con muchos de los socios comerciales de Bulgaria en la zona del euro. En términos interanuales, se elevó al 15,6 % en septiembre, estimándose la inflación subyacente en el 9,4 %. Se prevé que los salarios aumenten rápidamente, en consonancia con los precios.

La lectura del cuadro de indicadores de Bulgaria muestra que, en 2021, un indicador superó su umbral indicativo, a saber, el crecimiento de los costes laborales unitarios nominales. La lectura económica del cuadro de indicadores pone de relieve los siguientes fenómenos relevantes:

- No existe un alto grado de preocupación por la **sostenibilidad exterior**. La cuenta corriente registró un pequeño déficit del 0,5 % del PIB en 2021, que se espera que se deteriore aún más en adelante. La posición de inversión internacional neta (PIIN), que consiste principalmente en inversión extranjera directa, es negativa pero mejoró en 2021 y se espera que se aproxime al equilibrio para 2024. La PIIN excluidos los instrumentos sin riesgo de impago es positiva y elevada.

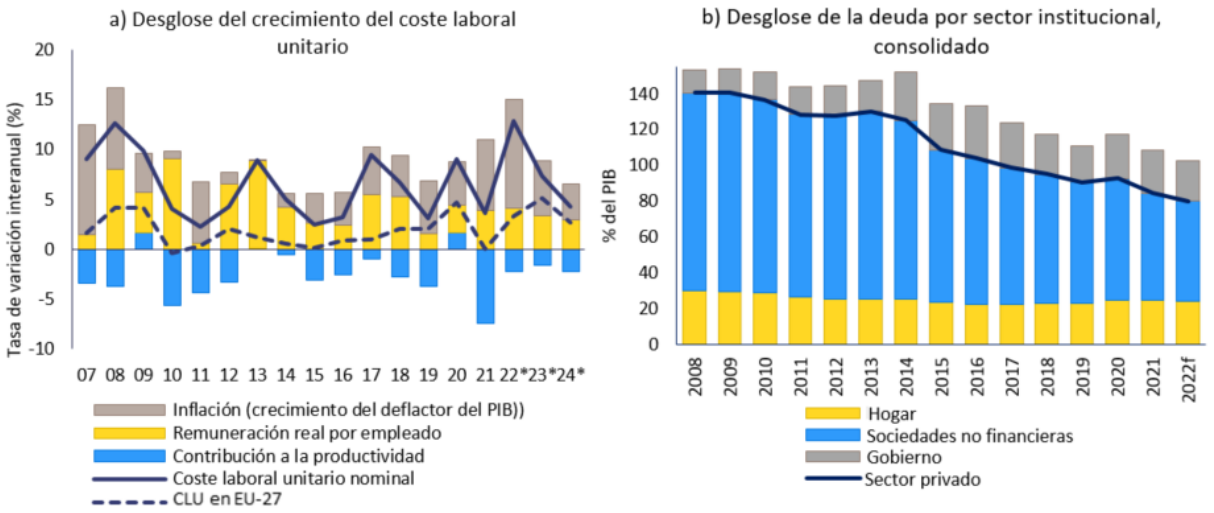
- Persisten las presiones sobre la **competitividad de costes** que ya existían antes de la pandemia de COVID-19. Los costes laborales unitarios nominales han crecido considerablemente en los últimos años y se espera que lo sigan haciendo, en un contexto de inflación subyacente muy elevada, escasez de mano de obra y fuertes incrementos salariales nominales. El tipo de cambio efectivo real basado en el IPCA se apreció ligeramente en 2021 y había vuelto a apreciarse en agosto de 2022.

- La **deuda de las sociedades no financieras** sigue siendo elevada en comparación con sus homólogos regionales y supera las variables fundamentales, pero tiende a la baja. Tras un ligero repunte en 2020 en el contexto de la crisis de la COVID-19, la ratio de deuda de las sociedades no financieras con respecto al PIB volvió a disminuir en 2021, hasta el 59,5 %. Durante el primer semestre de 2022 continuó bajando, pero existen riesgos asociados al entorno macroeconómico. Al igual que en muchos otros Estados miembros no pertenecientes a la zona del euro, la proporción de préstamos a empresas denominados en moneda extranjera es elevada. El endeudamiento de las empresas va acompañado de elevados colchones de liquidez, lo que reduce los riesgos, pero existen préstamos dudosos. La ratio de deuda de los hogares con respecto al PIB está por debajo de los valores de referencia prudenciales y fundamentales, pero el predominio de tipos variables en los préstamos para la adquisición de vivienda expone a los hogares endeudados al riesgo de alza de los tipos de interés.

- Existe preocupación en relación con la evolución de los **precios de la vivienda**. El crecimiento de los precios nominales de la vivienda se aceleró del 4,6 % al 8,7 % en 2021. El crecimiento interanual de los precios nominales de la vivienda aumentó hasta el 14,6 % en el segundo trimestre de 2022. Sin embargo, los indicadores de las diferencias de valoración no muestran signos de una posible sobrevaloración.

- En el **sector bancario** persiste la preocupación sobre todo por la calidad de sus activos. La ratio de préstamos dudosos siguió bajando hasta el 4,8 % en 2021, pero se mantiene muy por encima de la media de la UE. La ratio de préstamos de bajo rendimiento (fase 2) y de préstamos reestructurados o refinanciados, que aumentó tras la pandemia, también sigue siendo elevada. La moratoria de los préstamos privados no expiró hasta diciembre de 2021. Aunque la ratio de capital de nivel 1 está muy por encima de la media de la UE, la rentabilidad de los recursos propios es baja.

Gráfico 3.2.1: **Gráficos seleccionados: Bulgaria**



Fuente: AMECO, Eurostat y servicios de la Comisión Europea

Cuadro 3.2.1: **Indicadores económicos y financieros clave: Bulgaria**

	Umbrales	Valor de referencia I	Valor de referencia II	2019	2020	2021	previsiones 2022	previsiones 2023
Posición exterior								
Balanza de pagos por cuenta corriente, balanza de pagos (% del PIB, media tres años)	– 4 % /6 %			0,2	0,1	0,1	-0,1	-0,2
Balanza de pagos por cuenta corriente, balanza de pagos (% del PIB)		-0,1 (1)	-0,4 (2)	0,2	0,0	-0,1	-0,1	-0,3
Posición de inversión internacional neta (en % del PIB)	-35%	-37 (3)	-21 (4)	-3,0	-2,6	-1,6	-1,4	-1,3
NENDI – PIIN excluidos los instrumentos sin riesgo de impago (en % del PIB) (5)				46,2	47,9	49,6		
Competitividad								
Índice de costes laborales unitarios nominales (variación % tres años)	9 % (ZE) 12 % (zona no euro)			2,0	2,0	1,6	2,7	2,6
Índice de costes laborales unitarios nominales (variación % interanual)				0,3	0,9	0,4	1,2	0,6
Tipo de cambio efectivo real – 42 socios comerciales, deflactor del IPCA (variación % tres años)	5 % (ZE) ± 11 % (zona no euro)			0,5	0,7	0,4	0,5	-0,2
Tipo de cambio efectivo real – 42 socios comerciales, deflactor del IPCA (variación % un año)				0,0	0,3	0,1	0,1	-0,4
Cuota de mercado de las exportaciones – % de exportaciones mundiales (variación % cinco años	– 6 %			1,5	1,6	1,2	1,1	0,9
Cuota de mercado de las exportaciones – % de exportaciones mundiales (variación % un año)				0,3	-0,1	0,5	0,3	-0,1
Deuda del sector privado								
Deuda del sector privado, consolidado (% del PIB)	133 %			9,1	9,3	8,4	8,0	7,5
Flujo de crédito al sector privado, consolidado (% del PIB)	14%			0,6	0,4	0,4	0,7	0,6
Deuda de los hogares, consolidado (% del PIB)		7,9 (6)	2,8 (7)	23,0	24,4	24,9	24,1	23,5
Deuda de sociedades no financieras, consolidado (% del PIB)		10,5 (6)	5,2 (7)				35,9	49,7
Mercado de la vivienda								
Índice de precios de la vivienda, deflactado (variación % un año)	6 %			0,4	0,5	0,3 p	0,1	0,1
Índice de precios de la vivienda, nominal (variación % un año)		0,0 (8)		6,0	4,8	6,7	9,3	5,3
Deuda pública								
Deuda bruta de las administraciones públicas (% del PIB)	60 %			2,0	2,5	2,4	2,3	2,4
Saldo de las administraciones públicas (en % del PIB)				2,1	-3,8	-3,9	-3,4	-2,8
Sector bancario								
Total de los pasivos del sector financiero, no consolidado (variación % un año)	16,5 %			0,5	1,1	1,0	0,3	
Rentabilidad de los recursos propios (%)				11,2	4,9	6,8		
Ratio de capital ordinario de nivel 1		10,8 (9)		18,4	22,0	22,0		
Préstamos dudosos brutos, entidades nacionales y extranjeras (% de los préstamos brutos)				6,3 e	5,9e	4,8p	4,3	
Mercado laboral								
Tasa de desempleo (media tres años)	10 %			0,6	0,6	0,6	0,6	0,5
Tasa de desempleo (nivel anual)		0,5 (10)		0,5	0,6	0,5	0,5	0,5
Tasa de actividad – % del total de la población de 15-64 años (variación tres años en puntos porce	0,2 pp			0,5	0,1	0,1	0,1	0,2
Tasa de desempleo a largo plazo - % de población activa de 15–74 años (variación tres años en p	0,5pp			-0,2	-0,1	-0,1		
Tasa de actividad – % de la población activa de 15-24 años (variación tres años en puntos porcen	2 pp			-0,6	0,1	0,0		

Notas: véase el anexo 1

Fuente: servicios de la Comisión, Eurostat y BCE; Comisión Europea en el caso de las previsiones (otoño de 2022)

3.3. CHEQUIA

En Chequia persiste la preocupación suscitada por la competitividad de costes y la evolución de los precios de la vivienda, que ya existía antes de la pandemia de COVID-19. Se prevé que los costes laborales unitarios nominales sigan creciendo, con una apreciación del tipo de cambio efectivo real que ya está en marcha y una inflación subyacente muy elevada en comparación con los socios comerciales de Chequia en la zona del euro. El crecimiento de los precios nominales de la vivienda ha sido uno de los más elevados de la UE, mientras que se estima que los precios de la vivienda están sobrevalorados.

En el anterior ciclo del PDM, la Comisión no llevó a cabo un examen exhaustivo ni detectó desequilibrios macroeconómicos en Chequia. Este año, la Comisión considera oportuno examinar las nuevas vulnerabilidades emergentes y sus implicaciones en un examen exhaustivo de Chequia.

Se prevé un crecimiento del PIB real del 2,5 % en 2022 y del 0,1 % en 2023. La inflación es actualmente muy elevada en comparación con los socios comerciales de Chequia en la zona del euro, unida a una política monetaria restrictiva. En términos interanuales, se elevó al 17,8 % en septiembre, mientras que el principal tipo de interés de la política monetaria alcanzó el 7 %. La inflación subyacente se estimó en el 13,7 % en septiembre. Se prevé que los precios aumenten más rápidamente que los salarios.

La lectura del cuadro de indicadores de Chequia muestra que, en 2021, dos indicadores superaron su umbral indicativo, a saber, el crecimiento de los costes laborales unitarios nominales y el crecimiento de los precios reales de la vivienda. La lectura económica del cuadro de indicadores pone de relieve los siguientes fenómenos relevantes:

- La preocupación suscitada por la **sostenibilidad exterior** sigue siendo limitada. Tras siete años de superávit, la balanza por cuenta corriente registró un déficit del 0,8 % del PIB en 2021, motivado por la reducción del superávit de la balanza de bienes en un contexto de aumento de las importaciones y de incremento de los costes de la energía. Se prevé que este déficit aumente, y los datos observados a lo largo del año apuntan a una nueva reducción de la balanza de bienes. Sin embargo, la posición de inversión internacional neta (PIIN), que es ligeramente negativa, volvió a mejorar, pero se prevé un pequeño deterioro en adelante. La PIIN excluidos los instrumentos sin riesgo de impago es positiva y elevada.

- Persiste la preocupación por la **competitividad de costes** que ya existía antes de la pandemia de COVID-19. Los costes laborales unitarios nominales han aumentado considerablemente en los últimos años, en el contexto de un mercado laboral ajustado. Tras una moderación temporal en 2021, se prevé que el crecimiento de los costes laborales unitarios vuelva a ser elevado en 2022 y 2023. El tipo de cambio efectivo real basado en el IPCA se apreció en 2021 y también se observa apreciación en 2022. Tanto el diferencial de inflación como el fortalecimiento del tipo de cambio efectivo nominal frente a la zona del euro contribuyeron a este incremento.

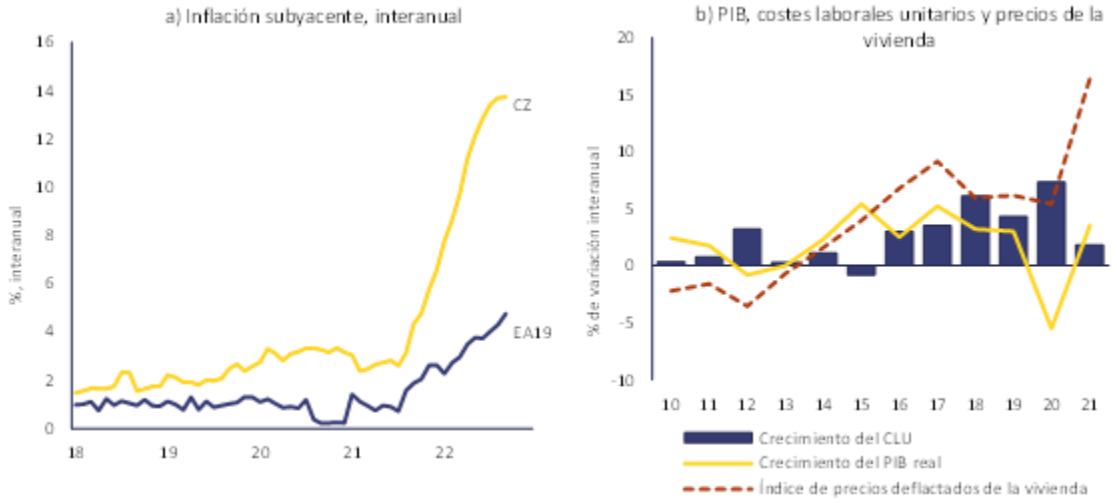
- El altísimo crecimiento de los **precios de la vivienda** sigue siendo motivo de preocupación. El crecimiento de los precios nominales de la vivienda se aceleró del 8,5 % en 2020 al 19,7 % en 2021, y creció a uno de los ritmos más elevados de la UE. El crecimiento interanual de los precios nominales de la vivienda aumentó hasta el 23,1 % en el segundo trimestre de 2022. Se estimó que, en 2021, los precios de la vivienda estaban sobrevalorados en un 25 %. También se produjo un aumento significativo del crédito hipotecario en 2021, incluidos nuevos préstamos en previsión de un endurecimiento monetario. Esta tendencia se invirtió en 2022 tras la introducción de estrictas medidas macroprudenciales y el aumento significativo de los tipos hipotecarios. La ratio de endeudamiento de los hogares con respecto al PIB se mantuvo prácticamente sin cambios, si bien por debajo de los valores de referencia.

- Los riesgos relacionados con la **deuda pública** siguen siendo relativamente bajos. La ratio deuda pública/PIB todavía es relativamente baja, aunque se elevó al 42 % en 2021 y se prevé

que se mantenga ligeramente al alza. El déficit público se redujo al 5,1 % en 2021, y se prevé que continúe mejorando en adelante. Además, los riesgos para la sostenibilidad de la política fiscal a largo plazo son elevados debido al envejecimiento de la población.

- El **sector bancario** es estable y resiliente. Los bancos están bien capitalizados y su rentabilidad es elevada. La ratio de préstamos dudosos sigue siendo baja. Un aumento significativo de los tipos de interés de los préstamos podría reducir los relativamente elevados volúmenes de préstamo y contribuir a cierta corrección de los precios de la vivienda.

Gráfico 3.3.1: **Gráficos seleccionados: Chequia**



Fuente: Eurostat y servicios de la Comisión Europea

Cuadro 3.3.1: **Indicadores económicos y financieros clave: Chequia**

	Umbrales	Valor de referencia I	Valor de referencia II	2019	2020	2021	previsiones 2022	previsiones 2023
Posición exterior								
Balanza de pagos por cuenta corriente, balanza de pagos (% del PIB, media tres años)	– 4 %/6 %			0.1	0.1	0.1	-0.1	-0.4
Balanza de pagos por cuenta corriente, balanza de pagos (% del PIB)			0.1 (1)	-0.3 (2)	0.0	0.2	-0.1	-0.4	-0.5
Posición de inversión internacional neta (en % del PIB)	-35%	-64 (3)	0.7 (4)	-2.0	-1.6	-1.6	-1.7	-1.6
NENDI – PIIN excluidos los instrumentos sin riesgo de impago (en % del PIB) (5)				30.2	37.3	36.4		
Competitividad								
Índice de costes laborales unitarios nominales (variación % tres años)	9 % (ZE) 12 % (zona euro)			1.5	1.9	1.4	1.5	1.5
Índice de costes laborales unitarios nominales (variación % trimestral)				0.4	0.7	0.2	0.6	0.7
Tipo de cambio efectivo real – 42 socios comerciales, deflactor del IPCA (variación % tres años)	5 % (ZE) ± 11 % (zona no euro)			0.9	0.6	0.5	0.9	0.6
Tipo de cambio efectivo real – 42 socios comerciales, deflactor del IPCA (variación % un año)				0.0	0.1	0.4	0.4	0.0
Cuota de mercado de las exportaciones – % de exportaciones mundiales (variación % cinco años)	– 6 %			0.5	0.6	4.1	-0.2	-0.2
Cuota de mercado de las exportaciones – % de exportaciones mundiales (variación % un año)				-0.1	0.2	4.5	0.1	0.0
Deuda del sector privado								
Deuda del sector privado, consolidado (% del PIB)	133 %			7.9	8.2	7.9	7.5	6.9
Flujo de crédito al sector privado, consolidado (% del PIB)	14 %			0.1	0.1	0.3	0.6	0.6
Deuda de los hogares, consolidado (% del PIB)		63 (6)	48 (7)	31.5	33.9	34.4	34.1	33.7
Deuda de sociedades no financieras, consolidado (% del PIB)		58 (6)	63 (7)				40.8	35.7
Mercado de la vivienda								
Índice de precios de la vivienda, deflactado (variación % un año)	6%			0.6	0.5	1.6	0.4	-0.4
Índice de precios de la vivienda, nominal (variación % un año)		25 (6)		9.2	8.5	19.7	15.1	2.8
Deuda pública								
Deuda bruta de las administraciones públicas (% del PIB)	60 %			3.0	3.8	4.2	4.3	4.4
Saldo de las administraciones públicas (en % del PIB)				0.3	-5.8	-6.1	-4.3	-4.1
Sector bancario								
Total de los pasivos del sector financiero, no consolidado (variación % un año)	16,5 %			0.5	0.5	0.8	0.0	
Rentabilidad de los recursos propios (%)				13.9	6.7	10.8		
Ratio de capital ordinario de nivel 1		10.8 (6)		18.2	20.3	19.8		
Préstamos dudosos brutos, entidades nacionales y extranjeras (% de los préstamos brutos)				1.7e	1.9e	1.7p	1.4	
Mercado laboral								
Tasa de desempleo (media tres años)	10 %			0.2	0.2	0.3	0.3	0.3
Tasa de desempleo (nivel anual)		0.3 (10)		0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
Tasa de actividad – % del total de la población de 15-64 años (variación tres años en puntos porcentuales	0.2 pp			0.2	0.1	0.0	-0.2	-0.1
Tasa de desempleo a largo plazo – % de población activa de 15-74 años (variación tres años en puntos p	0,5 pp			-0.1	0.0	0.0		
Tasa de actividad – % de la población activa de 15-24 años (variación tres años en puntos porcentuales)	2 pp			-0.5	0.0	0.2		

Notas: Véase el anexo 1

Fuente: Servicios de la Comisión, Eurostat y BCE; Comisión Europea en el caso de las previsiones (otoño de 2022)

3.4. DINAMARCA

En Dinamarca, el crecimiento de los precios de la vivienda y la deuda privada son elevados, aunque los riesgos asociados parecen ser limitados. El superávit por cuenta corriente es considerable. El crecimiento de los precios nominales de la vivienda ha sido uno de los más elevados de la UE, en un contexto de sobrevaloración moderada de los precios de la vivienda según las estimaciones. Las ratios de deuda de los hogares y de las sociedades no financieras con respecto al PIB son elevadas y superiores a los valores de referencia prudenciales y fundamentales, pero tienden a la baja.

En el anterior ciclo del PDM, la Comisión no llevó a cabo un examen exhaustivo ni detectó desequilibrios macroeconómicos en Dinamarca. Este año, la Comisión no considera necesario llevar a cabo un análisis más profundo de Dinamarca.

Se prevé un crecimiento del PIB real del 3,0 % en 2022 y del 0 % en 2023. La inflación es elevada, unida a un endurecimiento significativo de la política monetaria. En términos interanuales, se elevó al 11,1 % en septiembre, estimándose la inflación subyacente en el 5,2 %. Se prevé que los precios aumenten más rápidamente que los salarios.

La lectura del cuadro de indicadores de Dinamarca muestra que, en 2021, tres indicadores superaron sus umbrales indicativos, a saber, la balanza por cuenta corriente, el crecimiento de los precios reales de la vivienda y la deuda del sector privado. La lectura económica del cuadro de indicadores pone de relieve los siguientes fenómenos relevantes:

- Los problemas del **sector exterior** están relacionados con un superávit por cuenta corriente muy elevado, que alcanzó el 9 % del PIB en 2021. Se prevé que este superávit disminuya en 2022, pero manteniéndose claramente por encima del umbral superior del PDM, mientras las balanzas de servicios se fortalecen. Los superávits acumulados han dado lugar a una elevada posición de inversión internacional neta (PIIN) que alcanzó el 77 % del PIB en 2021, aunque se prevé que disminuya en adelante. La elevada PIIN genera una renta primaria neta positiva, que refuerza el amplio superávit por cuenta corriente.

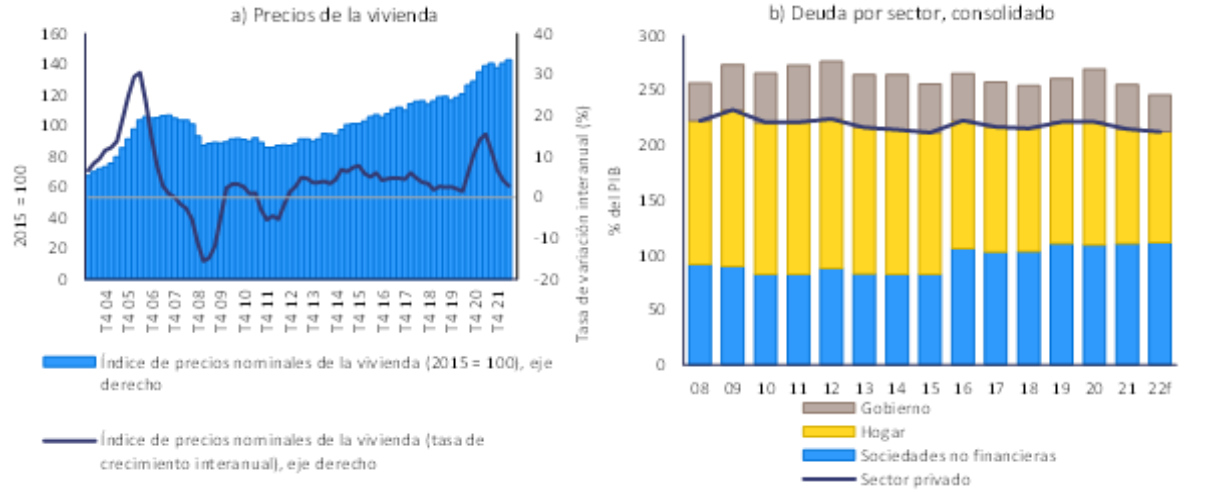
- La preocupación suscitada por la **competitividad de costes** sigue siendo limitada. Los costes laborales unitarios nominales aumentaron en 2021 y se prevé que lo hagan en mayor medida en 2022 y 2023. El tipo de cambio efectivo real basado en el IPCA se depreció ligeramente en 2021. En términos interanuales, también se había depreciado en agosto de 2022.

- La **deuda de las sociedades no financieras** es elevada y aumentó moderadamente hasta el 110,4 % del PIB en 2021. Se mantiene por encima de los valores de referencia prudenciales y fundamentales. Los flujos de crédito de las sociedades no financieras en porcentaje del PIB son elevados, pero disminuyeron en el segundo trimestre de 2022.

- La ratio de **endeudamiento de los hogares** con respecto al PIB sigue siendo una de las más elevadas de la UE, y es superior a los valores de referencia prudenciales y fundamentales. Sin embargo, ha disminuido en 2021 y siguió haciéndolo en el primer semestre de 2022, ya que los flujos de crédito neto siguen siendo moderados. Todavía se prevé que el PIB nominal favorezca el desapalancamiento en 2022. La deuda dudosa de los hogares sigue siendo baja. Alrededor de la mitad de las hipotecas tienen tipos de interés variables o períodos de fijación de hasta cinco años.

- El altísimo **crecimiento de los precios de la vivienda** sigue siendo motivo de preocupación. El crecimiento de los precios nominales de la vivienda se aceleró del 5,1 % al 11,7 % en 2021, y creció a uno de los ritmos más elevados de la UE. El crecimiento interanual de los precios nominales de la vivienda se desaceleró hasta el 2,8 % en el segundo trimestre de 2022. Se estima que, en 2021, los precios de la vivienda estaban sobrevalorados en un 20 %.

Gráfico 3.4.1: **Gráficos seleccionados: Dinamarca**



Fuente: Eurostat, ECB y servicios de la Comisión Europea

Cuadro 3.4.1: **Indicadores económicos y financieros clave: Dinamarca**

	Umbrales	Valor de referencia I	Valor de referencia II	2019	2020	2021	previsiones 2022	2023
Posición exterior								
Balanza de pagos por cuenta corriente, balanza de pagos (% del PIB, media tres años)	-4 %/6 %			08	08	09	08	08
Balanza de pagos por cuenta corriente, balanza de pagos (% del PIB)		01 (1)	03 (2)	09	08	09	07	07
Posición de inversión internacional neta (en % del PIB)	-35 %	-92 (3)	20 (4)	78	70	77	72	81
NENDI - PIN excluidos los instrumentos sin riesgo de impago (en % del PIB) (5)				29,0	32,6	32,1		
Competitividad								
Índice de costes laborales unitarios nominales (variación % tres años)	9 % (ZE) 12 % (zona no euro)			03	07	06	09	09
Índice de costes laborales unitarios nominales (variación % interanual)				02	04	01	05	03
Tipo de cambio efectivo real – 42 socios comerciales, deflactor del IPCA (variación % tres años)	5 % (ZE) a 11 % (zona no euro)			00	01	-01	-05	-09
Tipo de cambio efectivo real – 42 socios comerciales, deflactor del IPCA (variación % un año)				-02	02	-01	-06	-03
Cuota de mercado de las exportaciones – % de exportaciones mundiales (variación % cinco años)	-6 %			02	11	07	09	09
Cuota de mercado de las exportaciones – % de exportaciones mundiales (variación % un año)				02	07	-02	02	01
Deuda del sector privado								
Deuda del sector privado, consolidado (% del PIB)	133 %			221	221	215	212	207
Flujo de crédito al sector privado, consolidado (% del PIB)	14 %			11	05	12	10	14
Deuda de los hogares, consolidado (% del PIB)		70 (6)	94 (7)	110,6	111,9	104,3	100,5	97,8
Deuda de sociedades no financieras, consolidado (% del PIB)		96 (6)	100 (7)				111,7	109,1
Mercado de la vivienda								
Índice de precios de la vivienda, deflactado (variación % un año)	6 %			01	05	10	-06	-02
Índice de precios de la vivienda, nominal (variación % un año)		20 (8)		2,4	5,1	11,7	1,1	-0,7
Deuda pública								
Deuda bruta de las administraciones públicas (% del PIB)	60 %			34	42	37	34	33
Saldo de las administraciones públicas (en % del PIB)				4,1	0,2	3,6	1,8	0,5
Sector bancario								
Total de los pasivos del sector financiero, no consolidado (variación % un año)	16,5 %			13	06	12	00	
Rentabilidad de los recursos propios (%)				8,7	4,5	8,2		
Ratio de capital ordinario de nivel 1		10,6 (9)		18,0	19,1	18,7		
Préstamos dudosos brutos, entidades nacionales y extranjeras (% de los préstamos brutos)				1,9e	1,9e	1,6p	1,5	
Mercado laboral								
Tasa de desempleo (media tres años)	10 %			0,5 b	05	05	05	05
Tasa de desempleo (nivel anual)		0,5 (10)		05	06	05	05	06
Tasa de actividad – % de la total de la población de 15-64 años (variación tres años en puntos porcentuales)	-0,2 p.p.			0,2 b	01 b	01	03	03
Tasa de desempleo a largo plazo – % de población activa de 15-74 años (variación tres años en puntos porcentuales)	0,5 p.p.			00	00	00		
Tasa de actividad – % de la población activa de 15-64 años (variación tres años, en puntos porcentuales)	2 pp			-02	-01	00		

Notas: Véase el anexo 1

Fuente: Servicios de la Comisión, Eurostat y BCE; Comisión Europea en el caso de las previsiones (otoño de 2022)

3.5. ALEMANIA

El amplio superávit por cuenta corriente de Alemania ha disminuido recientemente de forma sustancial, como consecuencia del deterioro de las relaciones de intercambio motivado por las perturbaciones exteriores adversas. Hasta principios de 2022, el crecimiento de los precios nominales de la vivienda ha sido uno de los más elevados de la UE, y se estima que los precios de la vivienda están sobrevalorados. La inflación subyacente y los incrementos salariales en Alemania pueden facilitar el reequilibrio de la zona del euro.

En el anterior ciclo del PDM, la Comisión llevó a cabo un examen exhaustivo y llegó a la conclusión de que Alemania presenta desequilibrios macroeconómicos. Este año, la Comisión considera oportuno examinar la persistencia de los desequilibrios o su corrección en un examen exhaustivo de Alemania.

Se prevé un crecimiento del PIB real del 1,6 % en 2022 y del –0,6 % en 2023. Con una tasa interanual del 11,6 %, la inflación era elevada y tendía al alza en octubre, si bien era inferior a la de la mayoría de los países de la zona del euro, con una inflación subyacente estimada en el 5,1 %. Se prevé que los precios aumenten más rápidamente que los salarios.

La lectura del cuadro de indicadores de Alemania muestra que, en 2021, tres indicadores superaron sus umbrales indicativos, a saber, la balanza por cuenta corriente, el crecimiento de los precios reales de la vivienda y la deuda pública. La lectura económica del cuadro de indicadores pone de relieve los siguientes fenómenos relevantes:

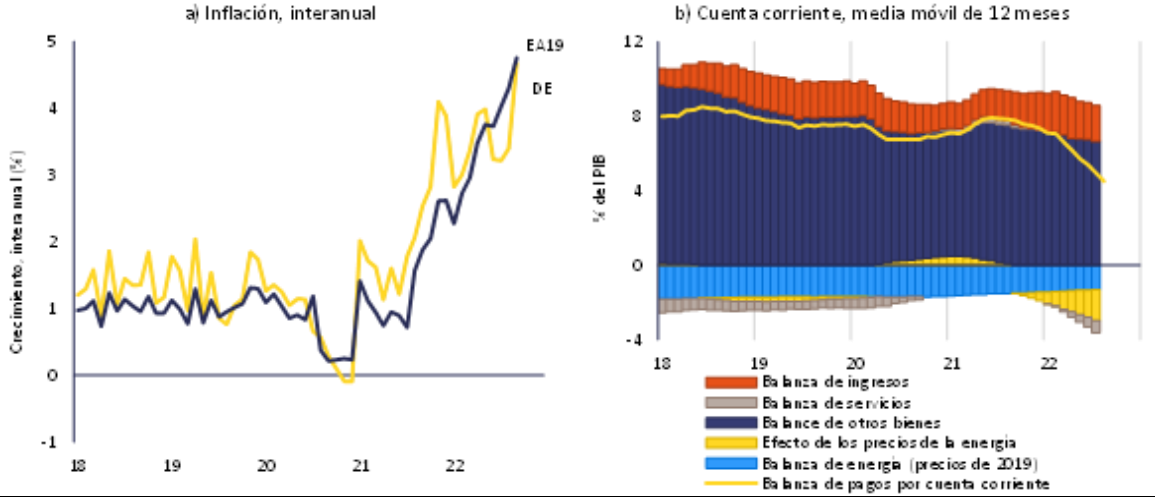
- El **superávit por cuenta corriente** aumentó ligeramente, hasta el 7,4 % del PIB en 2021, debido a la debilidad de la inversión privada y pública pese a las condiciones de financiación favorables. En 2022, el superávit por cuenta corriente está en curso de disminuir, por primera vez desde 2010, hasta situarse muy por debajo del 6 % del PIB. Este descenso es reflejo de los disparados precios de la energía y el consiguiente deterioro de las relaciones de intercambio, la relativa resistencia de la demanda interna y el crecimiento de las existencias. Se prevé que el superávit vuelva a aumentar en 2023, aunque manteniéndose muy por debajo del 6 % del PIB.

- La evolución de la **competitividad de costes** puede facilitar el reequilibrio de la zona del euro. El crecimiento de los costes laborales unitarios nominales ha seguido siendo moderado, a pesar de que el mercado de trabajo está ajustado, pero se prevé que repunte en 2022 y 2023. El tipo de cambio efectivo real basado en el IPCA disminuyó en 2022.

- El crecimiento de los **precios de la vivienda** sigue siendo motivo de preocupación. El crecimiento de los precios nominales de la vivienda se aceleró del 7,8 % al 11,5 % en 2021, y creció a uno de los ritmos más elevados de la UE. Los precios nominales de la vivienda volvieron a acelerarse y alcanzaron el 10,2 % interanual en el segundo trimestre de 2022, con una ratio precios/renta prácticamente inalterada. Se estimó que, en 2021, los precios de la vivienda estaban sobrevalorados en un 21 %.

- Los riesgos de la **deuda pública** siguen contenidos. La ratio deuda pública/PIB superó el umbral indicativo del 60 % del PIB establecido en el cuadro de indicadores, elevándose al 68,6 % en 2021. Se prevé que disminuya en adelante y los riesgos para la sostenibilidad de la política fiscal a largo plazo se consideran de nivel medio. El déficit fiscal se redujo al 3,7 % del PIB en 2021, lo que representa un déficit inferior a la media de la zona del euro. Se prevé que siga reduciéndose en 2022, pero que aumente en 2023.

Gráfico 3.5.1: **Gráficos seleccionados: Alemania**



Fuente: Eurostat y servicios de la Comisión Europea

Cuadro 3.5.1: **Indicadores económicos y financieros clave: Alemania**

	Umbrales	Valor de referencia I	Valor de referencia II	2019	2020	2021	previsiones 2022	previsiones 2023
Posición exterior								
Balanza de pagos por cuenta corriente, balanza de pagos (% del PIB, media tres años)	-4 %			06	06	07	06	05
Balanza de pagos por cuenta corriente, balanza de pagos (% del PIB)		02 (1)	03 (2)	08	07	07	04	05
Posición de inversión internacional neta (en % del PIB)	-35%	-83 (3)	25 (4)	59	64	71	77	76
NENDI – PIIN excluidos los instrumentos sin riesgo de impago (en % del PIB)(5)				51,0	54,9	54,6		
Competitividad								
Índice de costes laborales unitarios nominales (variación % tres años)	9 % (ZE) y 12 % (países no euro)			08 p	10 p	07 p	08	11
Índice de costes laborales unitarios nominales (variación % interanual)				03 p	03 p	01 p	04	06
Tipo de cambio efectivo real – 42 socios comerciales, deflactor del IPCA (variación % tres años)	5 % (ZE) y 11 % (países no euro)			02	02	01	-02	-06
Tipo de cambio efectivo real – 42 socios comerciales, deflactor del IPCA (variación % un año)				-02	01	01	-04	-02
Cuota de mercado de las exportaciones – % de exportaciones mundiales (variación % cinco años)	-6 %			-01	01	-06	-07	-07
Cuota de mercado de las exportaciones – % de exportaciones mundiales (variación % un año)				-02	02	-04	-02	-02
Deuda del sector privado								
Deuda del sector privado, consolidado (% del PIB)	133 %			113 p	121 p	120 p	120	111
Flujo de crédito al sector privado, consolidado (% del PIB)	14 %			06 p	06 p	06 p	06	05
Deuda de los hogares, consolidado (% del PIB)		53 (6)	66 (7)	53,4	57,0	56,7	56,1	55,2
Deuda de sociedades no financieras, consolidado (% del PIB)		77 (6)	81 (7)				64,1	56,1
Mercado de la vivienda								
Índice de precios de la vivienda, deflactado (variación % un año)	6 %			04	07	08 p	05	-01
Índice de precios de la vivienda, nominal (variación % un año)		21 (8)		5,8	7,8	11,5 p	8,2	2,2
Deuda pública								
Deuda bruta de las administraciones públicas (% del PIB)	60 %			59	68	69	67	66
Saldo de las administraciones públicas (en % del PIB)				1,5	-4,3	-3,7	-2,3	-3,1
Sector bancario								
Total de los pasivos del sector financiero, no consolidado (variación % un año)	16,5 %			07	11	07	10	
Rentabilidad de los recursos propios (%)				2,1	2,2	4,0		
Ratio de capital ordinario de nivel 1		10,6 (9)		15,5	16,0	15,7		
Préstamos dudosos brutos, entidades nacionales y extranjeras (% de los préstamos brutos)				1,2e	1,2e	1,1p	1,0	
Mercado laboral								
Tasa de desempleo (media tres años)	10 %			03	03 b	03 b	04	03
Tasa de desempleo (nivel anual)		03 (10)		03	04 b	04	03	04
Tasa de actividad – % del total de la población de 15-64 años (variación tres años en puntos porcentuales)	-0,2 pp			01	00 b	01	02	02
Tasa de desempleo a largo plazo – % de población activa de 15-74 años (variación tres años en puntos porcentuales)	0,5 pp			-01	00 b	00		
Tasa de actividad – % de la población activa de 15-24 años (variación tres años puntos porcentuales)	2 pp			-01	01 b	00		

Notas: Véase el anexo 1

Fuente: Servicios de la Comisión, Eurostat y BCE; Comisión Europea en el caso de las previsiones (otoño de 2022)

3.6. ESTONIA

En Estonia, la preocupación por la competitividad de costes va en aumento. Se prevé un mayor crecimiento de los costes laborales unitarios nominales y la inflación subyacente es elevada en comparación con los homólogos de Estonia en la zona del euro. El crecimiento de los precios nominales de la vivienda está entre los más elevados de la UE, en un contexto de sobrevaloración moderada de los precios de la vivienda según las estimaciones.

En el anterior ciclo del PDM, la Comisión no llevó a cabo un examen exhaustivo ni detectó desequilibrios macroeconómicos en Estonia. Este año, la Comisión considera oportuno examinar las nuevas vulnerabilidades emergentes y sus implicaciones en un examen exhaustivo de Estonia.

Se prevé un crecimiento del PIB real del –0,1 % en 2022 y del 0,7 % en 2023. La inflación es elevada, incluso en comparación con los socios comerciales de Estonia en la zona del euro. En términos interanuales, bajó al 22,4 % en octubre, estimándose una inflación subyacente del 12,5 % en septiembre. Se prevé que los precios aumenten más rápidamente que los salarios.

La lectura del cuadro de indicadores de Estonia muestra que, en 2021, cinco indicadores superaron sus umbrales indicativos, a saber, el crecimiento de los costes laborales unitarios nominales, el crecimiento de los precios reales de la vivienda, el crecimiento de los pasivos del sector financiero, la variación de la tasa de actividad y la variación del desempleo juvenil. La lectura económica del cuadro de indicadores pone de relieve los siguientes fenómenos relevantes:

- La preocupación suscitada por la **sostenibilidad exterior** sigue contenida. Aunque la balanza por cuenta corriente registró un déficit del 1,8 % del PIB en 2021, se prevé que alcance un ligero superávit en 2022 y siga mejorando en adelante. El déficit público se ha reducido al 2,4 % del PIB en 2021, y se prevé que permanezca inalterado en términos generales en 2022, aunque comenzará a aumentar en 2023. La posición de inversión internacional neta (PIIN) es negativa, pero mejoró en 2021. Tras un deterioro temporal en 2022, se prevé que siga mejorando en 2023. Dado que el volumen acumulado de IED representa la mayor parte de los pasivos, la PIIN excluidos los instrumentos sin riesgo de impago es positiva y elevada.

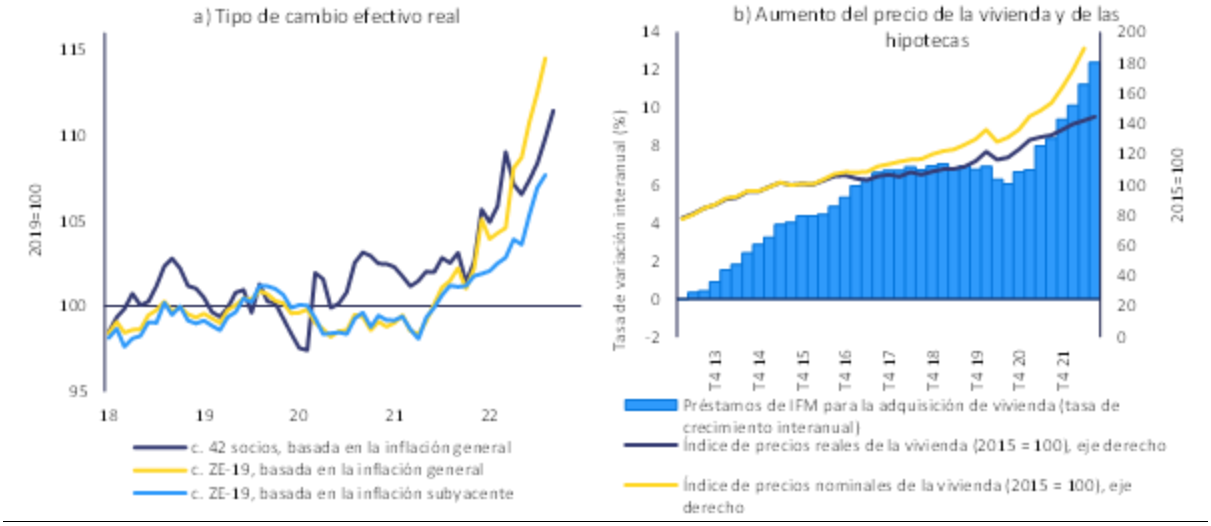
- La preocupación por la **competitividad de costes** va en aumento. Los costes laborales unitarios nominales aumentaron en 2021 y se prevé un alza considerable en 2022 y 2023, en el contexto de los elevados incrementos salariales nominales de Estonia que no se corresponden con la productividad. El tipo de cambio efectivo real basado en el IPCA se apreció en 2021 y se observa una mayor apreciación en 2022.

- El elevado **crecimiento de los precios de la vivienda** sigue siendo motivo de preocupación. El crecimiento de los precios nominales de la vivienda se aceleró del 6 % en 2020 al 15,1 % en 2021, lo que supone uno de los ritmos más altos de la UE en los últimos trimestres, y alcanzó el 27,4 % en el segundo trimestre de 2022. Una de las ratios precios/renta más elevadas de la UE plantea problemas de asequibilidad. Se estimó que, en 2021, los precios de la vivienda estaban sobrevalorados en un 7 %.

- La ratio de **endeudamiento de los hogares** con respecto al PIB se sitúa cerca del valor de referencia fundamental y por debajo del umbral prudencial. Los flujos netos de crédito a los hogares han sido moderados hasta 2021, en torno al 2 % del PIB. Aunque los flujos de crédito netos se elevaron en 2022 hasta acercarse al 4 % del PIB, la ratio deuda/PIB siguió disminuyendo en el primer semestre de 2022.

- La **tasa de desempleo** bajó al 6,2 % en 2021 y se prevé que disminuya ligeramente en 2022, pero que aumente en 2023. La tasa de actividad disminuyó en 2021, lo que todavía es reflejo de las restricciones causadas por la pandemia; se prevé que se recupere de nuevo en adelante. El desempleo juvenil sigue siendo elevado, aunque ha disminuido.

Gráfico 3.6.1: **Gráficos seleccionados: Estonia**



Fuente: Eurostat, BCE (partidas del balance) y servicios de la Comisión Europea.

Cuadro 3.6.1: **Indicadores económicos y financieros clave: Estonia**

	Umbrales	Valor de referencia I	Valor de referencia II	2019	2020	2021	previsiones 2022	previsiones 2023
Posición exterior								
Balanza de pagos por cuenta corriente, balanza de pagos (% del PIB, media tres años)	-4 % ; 6 %			0,2	0,1	0,0	-0,1	0,0
Balanza de pagos por cuenta corriente, balanza de pagos (% del PIB)		-0,1 (1)	-0,3 (2)	0,2	-0,1	-0,2	0,0	0,1
Posición de inversión internacional neta (en % del PIB)	-35 %	-42,2 (3)	-41,4 (4)	-9,3	-9,2	-11,3	-11,6	-11,1
NENDI -PIIN excluidos los instrumentos sin riesgo de impago (en % del PIB) (5)				31,0	41,5	39,9		
Competitividad								
Índice de costes laborales unitarios nominales (variación % tres años)	-9 % (ZE) ; 12 % (zona no euro)			1,6	1,6	1,1	2,0	2,5
Índice de costes laborales unitarios nominales (variación % interanual)				0,5	0,4	0,2	1,3	0,9
Tipo de cambio efectivo real – 42 socios comerciales, deflactor del IPCA (variación % tres años)	-5 % (ZE) ; +11 % (zona no euro)			0,0	0,5	0,2	0,0	-0,1
Tipo de cambio efectivo real – 42 socios comerciales, deflactor del IPCA (variación % un año)				0,0	0,1	0,1	-0,2	-0,3
Cuota de mercado de las exportaciones – % de exportaciones mundiales (variación % cinco años)	-6 %			0,2	1,6	1,8	1,9	1,6
Cuota de mercado de las exportaciones – % de exportaciones mundiales (variación % un año)				0,3	0,5	0,6	0,1	-0,1
Deuda del sector privado								
Deuda del sector privado, consolidado (% del PIB)	133 %			99	101	95	91	92
Flujo de crédito al sector privado, consolidado (% del PIB)	14 %			0,3	0,3	0,7	0,8	0,8
Deuda de los hogares, consolidado (% del PIB)		86 (6)	38 (7)	38,6	40,7	37,6	37,3	37,5
Deuda de sociedades no financieras, consolidado (% del PIB)		112 (6)	61 (7)				54,0	44,0
Mercado de la vivienda								
Índice de precios de la vivienda, deflactado (variación % un año)	6 %			0,4	0,7	1,0	0,1	-0,1
Índice de precios de la vivienda, nominal (variación % un año)		0,7 (6)		7,0	6,0	15,1	20,8	7,0
Deuda pública								
Deuda bruta de las administraciones públicas (% del PIB)	60 %			0,9	1,9	1,8	1,9	1,9
Saldo de las administraciones públicas (en % del PIB)				0,1	-5,5	-2,4	-2,3	-3,7
Sector bancario								
Total de los pasivos del sector financiero, no consolidado (variación % un año)	16,5 %			1,2	1,8	1,8	0,2	
Rentabilidad de los recursos propios (%)				8,3	7,4	9,5		
Ratio de capital ordinario de nivel 1		10,6 (6)		25,7	27,0	23,3		
Préstamos dudosos brutos, entidades nacionales y extranjeras (% de los préstamos brutos)				1,6e	1,6e	1,1p	1,0	
Mercado laboral								
Tasa de desempleo (media tres años)	10 %			0,5	0,6	0,6	0,6	0,6
Tasa de desempleo (nivel anual)		0,6 (10)		0,5	0,7	0,6	0,6	0,7
Tasa de actividad – % del total de la población de 15-64 años (variación tres años en puntos porcentuales)	-0,2 pp			0,1	0,0	0,0	0,5	0,2
Tasa de desempleo a largo plazo – % de población activa de 15-74 años (variación tres años en puntos porcentuales)	0,5 pp			-0,1	-0,1	0,0		
Tasa de actividad – % de la población activada 15-24 años (variación tres años en puntos porcentuales)	2 pp			-0,2	0,0	0,5		

Notas: Véase el anexo 1

Fuente: Servicios de la Comisión, Eurostat y BCE; Comisión Europea en el caso de las previsiones (otoño de 2022)

3.7. IRLANDA

En Irlanda, las ratios de deuda exterior, deuda de los hogares, deuda de las sociedades no financieras y deuda pública con respecto al PIB son elevadas, pero siguen disminuyendo de forma acusada. Como consecuencia de ello, parece que siguen suscitando una preocupación limitada. Las ratios de deuda en Irlanda se ven afectadas por la presencia de empresas multinacionales. El crecimiento de los precios nominales de la vivienda se está acelerando y la asequibilidad de la vivienda es motivo de preocupación.

En el anterior ciclo del PDM, la Comisión llevó a cabo un examen exhaustivo y llegó a la conclusión de que Irlanda ya no presentaba desequilibrios macroeconómicos. Este año, la Comisión no considera necesario llevar a cabo un análisis más profundo de Irlanda.

Se prevé un crecimiento del PIB real del 7,9 % en 2022 y del 3,2 % en 2023. La inflación es elevada. En términos interanuales, alcanzó el 9,6 % en octubre, y la inflación subyacente estimada en septiembre era del 5,1 %. Se prevé que los precios aumenten más rápidamente que los salarios.

La lectura del cuadro de indicadores de Irlanda muestra que, en 2021, cuatro indicadores superaron sus umbrales indicativos, a saber, la balanza por cuenta corriente, la posición de inversión internacional neta, la deuda privada y el crecimiento de los pasivos del sector financiero. La lectura económica del cuadro de indicadores pone de relieve los siguientes fenómenos relevantes:

- La preocupación por la **sostenibilidad exterior** se ha reducido sustancialmente en los últimos años. El sector exterior está fuertemente inflado por las actividades de las empresas multinacionales. La cuenta corriente ha registrado un importante superávit del 14,2 % del PIB en 2021 y se espera que siga aumentando en 2022. El superávit por cuenta corriente corregido por el impacto de las empresas multinacionales también siguió siendo elevado en 2021. La posición de inversión internacional neta (PIIN) mejoró hasta el –145,5 % del PIB en 2021. Se prevé una mejora continua de la PIIN durante los dos próximos años.

- La **deuda de las sociedades no financieras** es elevada, pero tiende a la baja. Se ha reducido moderadamente, hasta el 138 % del PIB o el 252 % de la renta nacional bruta (RNB) modificada en 2021. La ratio de deuda de las sociedades no financieras disminuyó en el primer semestre de 2022, pero existen factores de riesgo asociados al entorno macroeconómico. Se mantiene por encima de los umbrales fundamentales y prudenciales, aunque la elevada proporción de préstamos intragrupo transfronterizos en la deuda de las empresas reduce los riesgos. El porcentaje de préstamos a empresas denominados en moneda extranjera (12 %) es uno de los más altos de los países de la zona del euro, pero está relacionado con la presencia de empresas multinacionales. La ratio de **deuda de los hogares** con respecto al PIB es relativamente baja y sigue una tendencia decreciente. Se sitúa por debajo de los valores de referencia, pero el PIB irlandés está sobreestimado por las actividades de las multinacionales. En porcentaje de la renta interior bruta de los hogares, la deuda de los hogares disminuyó significativamente, pero se mantiene próxima al 100 %. La proporción de préstamos hipotecarios a tipo de interés variable es relativamente baja, de un 20 % en 2021.

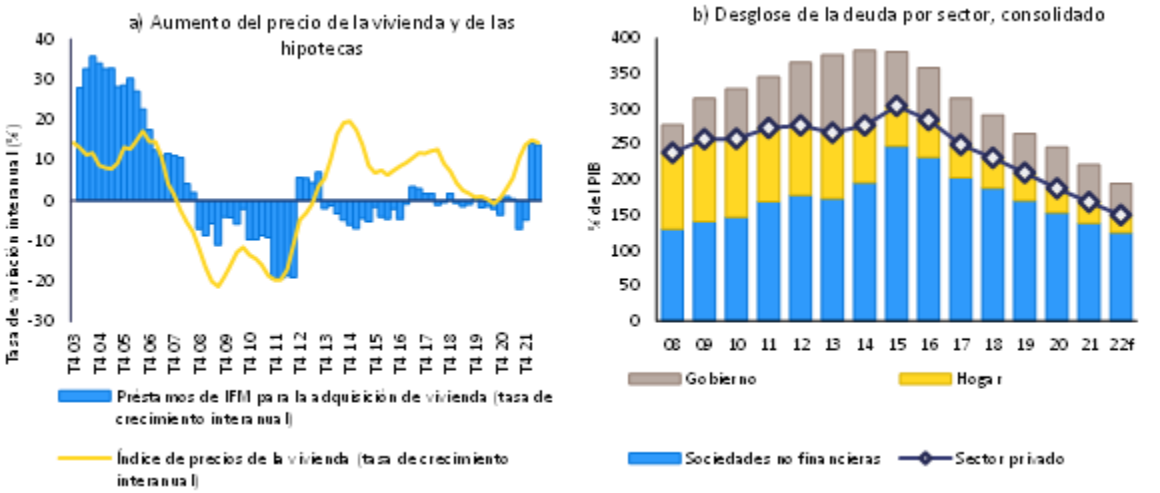
- Aumenta la preocupación en relación con la evolución de los **precios de la vivienda**. El crecimiento de los precios nominales de la vivienda se aceleró del 0,3 % al 8,3 % en 2021. El crecimiento interanual de los precios nominales de la vivienda se situó en el 14,4 % en el segundo trimestre de 2022. Una de las ratios precios/renta más elevadas de la UE plantea problemas de asequibilidad. Los indicadores de diferencias de valoración de los servicios de la Comisión no muestran señales de una posible sobrevaloración.

- El **sector bancario** se mantiene en general estable. Los bancos están bien capitalizados y la rentabilidad aumentó en 2021, aunque siguió siendo baja en comparación con los homólogos europeos. Los préstamos dudosos siguieron disminuyendo, aunque la exposición a préstamos de

bajo rendimiento (fase 2), en particular los concedidos a sociedades no financieras, sigue siendo relativamente elevada. El sector financiero no bancario irlandés es muy amplio, pero solo está marginalmente interrelacionado con la economía nacional.

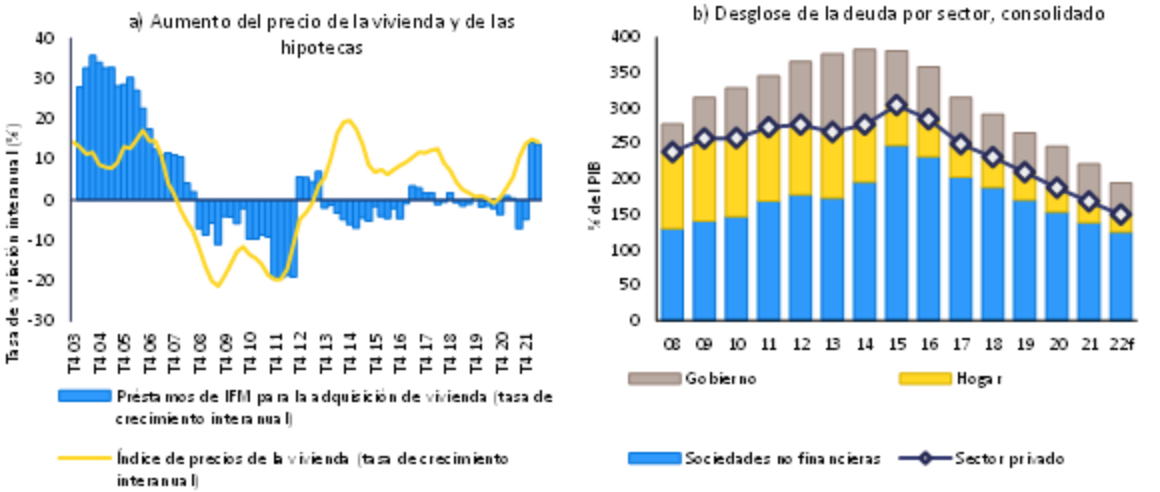
- Los riesgos relacionados con la ratio de **deuda pública** con respecto al PIB son bastante bajos. Se redujo al 55,4 % en 2021 y se prevé que siga cayendo fuertemente en 2022. En cambio, la deuda pública en relación con la RNB sigue siendo elevada, en torno al 100 %. Se prevé que la balanza pública alcance un ligero superávit en 2022 y siga mejorando. Los riesgos para la sostenibilidad de la política fiscal a largo plazo son de nivel medio.

Gráfico 3.7.1: **Gráficos seleccionados: Irlanda**



Fuente: Eurostat, BCE (partidas del balance) y servicios de la Comisión Europea.

Cuadro 3.7.1: **Indicadores económicos y financieros clave: Irlanda**



Notas: Véase el anexo 1
Fuente: servicios de la Comisión, Eurostat y BCE; Comisión Europea en el caso de las previsiones (otoño de 2022)

3.8. GRECIA

En Grecia persiste la preocupación en relación con las ratios de deuda pública y deuda exterior en relación con el PIB, aunque ambas reanudaron su tendencia decreciente tras la crisis de la COVID-19. El déficit por cuenta corriente ha seguido aumentando y se prevé que siga siendo elevado. Persiste la preocupación por el sector bancario, que se ve lastrado por un volumen de préstamos dudosos elevado, aunque se haya reducido significativamente. Persisten las deficiencias del mercado laboral, a pesar de que se han producido notables mejoras.

En el anterior ciclo del PDM, la Comisión llevó a cabo un examen exhaustivo y llegó a la conclusión de que Grecia presenta desequilibrios macroeconómicos excesivos. Este año, la Comisión considera oportuno examinar la persistencia de los desequilibrios o su corrección en un examen exhaustivo de Grecia.

Se prevé un crecimiento del PIB real del 6 % en 2022 y del 1 % en 2023. La inflación es elevada. En términos interanuales, bajó al 9,8 % en octubre, estimándose una inflación subyacente del 6,9 %. Se prevé que los precios aumenten más rápidamente que los salarios.

La lectura del cuadro de indicadores de Grecia muestra que, en 2021, seis indicadores superaron sus umbrales indicativos, a saber, la balanza por cuenta corriente, la posición de inversión internacional neta, el crecimiento de los precios reales de la vivienda, la deuda pública, la variación del desempleo y la variación de la tasa de actividad. La lectura económica del cuadro de indicadores pone de relieve los siguientes fenómenos relevantes:

- La **sostenibilidad exterior** sigue siendo motivo de preocupación. El déficit por cuenta corriente se elevó al 6,8 % del PIB en 2021. Se espera que la temporada alta turística mejore la balanza de servicios y, que compense parcialmente, aunque no debería llegar a hacerlo del todo, el deterioro de la balanza comercial de bienes, incluida la energía. Se prevé que el déficit por cuenta corriente aumente en 2022 y siga estando notablemente por encima de sus niveles anteriores a la pandemia. La PIIN sigue siendo elevada y negativa, situándose en el –171,9 % del PIB en 2021, algo inferior a la de 2020, y se prevé que siga mejorando. Una gran parte de los pasivos de la PIIN es deuda pública ampliada en condiciones favorables y con largos plazos de vencimiento.

- Persiste la preocupación por las ratios **deuda de los hogares y de las sociedades no financieras** con respecto al PIB. Ambas se sitúan por encima de los valores de referencia prudenciales y fundamentales, pero tienden a la baja. La ratio de deuda de los hogares y de las sociedades no financieras disminuyó en el primer semestre de 2022. Más de la mitad de las hipotecas tienen tipos de interés variables.

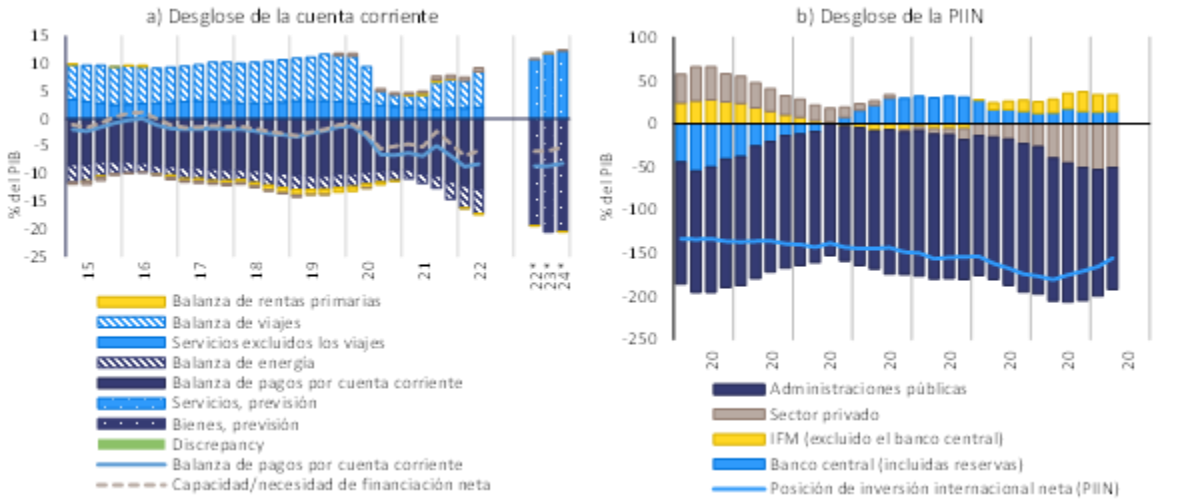
- La **deuda pública** es muy elevada. La ratio deuda pública/PIB es una de las más elevadas de la UE, aunque bajó 12 puntos porcentuales en 2021 hasta situarse en el 194,5 % del PIB, y se prevé que siga disminuyendo en 2022, hasta situarse por debajo del nivel de 2019, y también en 2023. El déficit público sigue siendo elevado, aunque se redujo al 7,5 % en 2021 y se prevé que siga disminuyendo. Dado que la deuda de Grecia está principalmente en manos de prestamistas oficiales, los tipos de interés favorables de estos préstamos garantizan la contención de los gastos en concepto de intereses a corto y medio plazo. Además, Grecia sigue manteniendo un importante colchón de liquidez que permite gestionar la liquidez eficientemente y reduce el riesgo de refinanciación. Los diferenciales de la deuda soberana han aumentado, pero ahora se han estabilizado a un tipo superior a la media de la zona del euro. Los riesgos para la sostenibilidad de la política fiscal a corto y medio plazo son elevados, pero son de nivel medio a largo plazo.

- Persiste la preocupación por el **sector bancario**, que sigue lastrado por un volumen de préstamos dudosos elevado, aunque se haya reducido de forma significativa. La economía presenta riesgos asociados a esta circunstancia, ya que parte de la deuda privada dudosa

preexistente se encuentra en los balances de entidades financieras ajenas al sector bancario. Durante el año anterior, la creación neta de nuevos préstamos dudosos sigue siendo limitada, pero los préstamos de bajo rendimiento (fase 2) y el porcentaje de préstamos reestructurados o refinanciados se sitúan por encima de la media de la zona del euro. La rentabilidad alcanzó valores muy negativos en 2021 y la ratio de capital ordinario de nivel 1 sigue siendo una de las más bajas de la UE. El crecimiento de los precios de la vivienda sigue siendo elevado, pero moderado a principios de 2022.

- Las deficiencias del **mercado laboral** siguen siendo motivo de preocupación, pese a las notables mejoras. La tasa de desempleo disminuyó sustancialmente, pero se situó en el 14,7 % en 2021 y sigue siendo una de las más altas de la UE. Se prevé que siga disminuyendo en 2022, pero que se mantenga prácticamente sin cambios en 2023. La tasa de actividad es relativamente baja, aunque aumentó en 2021. Las tasas de desempleo juvenil y de larga duración siguen siendo de las más elevadas de la UE.

Gráfico 3.8.1: **Gráficos seleccionados: Grecia**



Fuente: Servicios de la Comisión Europea.

Cuadro 3.8.1: **Indicadores económicos y financieros clave: Grecia**

	Umbrales	Valor de referencia I	Valor de referencia II	2019	2020	2021	previsiones 2022	previsiones 2023
Posición exterior								
Balanza de pagos por cuenta corriente, balanza de pagos (% del PIB, media tres años)	– 4 %/6 %			-0,2	-0,4	-0,5	-0,7	-0,7
Balanza de pagos por cuenta corriente, balanza de pagos (% del PIB)		-0,1 (1)	-0,3 (2)	-0,2	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7
Posición de inversión internacional neta (en % del PIB)	-35%	-46 (3)	-48 (4)	-154	-174	-172	-147	-144
NENDI - PIIN excluidos los instrumentos sin riesgo de impago (en % del PIB) (5)				-133,5	-155,1	-150,2		
Competitividad								
Índice de costes laborales unitarios nominales (variación % tres años)	9 %(ZE) 12 % (zona no euro)			-0,1	0,6 p	0,4 p	0,5	0,1
Índice de costes laborales unitarios nominales (variación % interanual)				0,0	0,7 p	-0,3 p	0,1	0,3
Tipo de cambio efectivo real – 42 socios comerciales, deflactor del IPCA (variación % tres años)	5 %(ZE) a 11 % (zona no euro)			0,1	0,0	-0,3	-0,5	-1,0
Tipo de cambio efectivo real – 42 socios comerciales, deflactor del IPCA (variación % un año)				-0,2	0,0	-0,1	-0,4	-0,5
Cuota de mercado de las exportaciones – % de exportaciones mundiales (variación % cinco años)	– 6 %			0,3	-1,1	1,0	1,3	0,7
Cuota de mercado de las exportaciones – % de exportaciones mundiales (variación % un año)				0,1	-0,0	0,0	0,9	0,1
Deuda del sector privado								
Deuda del sector privado, consolidado (% del PIB)	133 %			110	125 p	121 p	108	102
Flujo de crédito al sector privado, consolidado (% del PIB)	14 %			-0,1	0,5 p	0,0 p	0,3	0,4
Deuda de los hogares, consolidado (% del PIB)		34 (6)	22 (7)	58,8	59,5	58,2	47,3	43,9
Deuda de sociedades no financieras, consolidado (% del PIB)		63 (6)	47 (7)				60,3	58,1
Mercado de la vivienda								
Índice de precios de la vivienda, deflactado (variación % un año)	6 %			0,7 e	0,6 e	0,6 e	0,1	0,2
Índice de precios de la vivienda, nominal (variación % un año)		0,5 (8)		7,2	4,5	7,5	6,0	2,1
Deuda pública								
Deuda bruta de las administraciones públicas (% del PIB)	60 %			181	206	195	171	162
Saldo de las administraciones públicas (en % del PIB)				1,1	-8,9	-7,5	-4,1	-1,8
Sector bancario								
Total de los pasivos del sector financiero, no consolidado (variación % un año)	16,5 %			1,2	2,8	1,4	0,2	
Rentabilidad de los recursos propios (%)				0,7	-7,9	-20,1		
Ratio de capital ordinario de nivel 1		10,6 (9)		16,2	15,0	13,6		
Préstamos dudosos brutos, entidades nacionales y extranjeras (% de los préstamos brutos)				35,5e	26,5e	8,6p	6,8	
Mercado laboral								
Tasa de desempleo (media tres años)	10 %			20	18	17	15	13
Tasa de desempleo (nivel anual)		09 (10)		18	18	15	13	13
Tasa de actividad – % del total de la población de 15-64 años (variación tres años en puntos porcentuales)	-0,2 pp			0,0	-0,3	-0,1	-0,1	0,1
Tasa de desempleo a largo plazo - % de población activa de 15-74 años (variación tres años en puntos porcentuales)	0,5 pp			-0,4	-0,4	-0,3		
Tasa de actividad – % de la población activa de 15-24 años (variación tres años en puntos porcentuales)	2 pp			-1,1	-0,7	-0,6		

Notas: Véase el anexo 1

Fuente: Servicios de la Comisión, Eurostat y BCE; Comisión Europea en el caso de las previsiones (otoño de 2022)

3.9. ESPAÑA

En España persiste la preocupación por las ratios de deuda de los hogares y las sociedades no financieras, deuda pública y deuda exterior con respecto al PIB, aunque estas reanudaron su tendencia decreciente tras la crisis de la COVID-19, con una clara disminución de la deuda exterior y privada en un contexto de fuerte crecimiento del PIB nominal. La ratio deuda pública/PIB sigue siendo elevada y el déficit fiscal es considerable pese a una ligera mejora. La tasa de desempleo, aunque sigue siendo elevada, ya está por debajo de los niveles anteriores a la crisis y se espera que se mantenga estable el año próximo.

En el anterior ciclo del PDM, la Comisión llevó a cabo un examen exhaustivo y llegó a la conclusión de que España presenta desequilibrios macroeconómicos. Este año, la Comisión considera oportuno examinar la persistencia de los desequilibrios o su corrección en un examen exhaustivo de España.

Se prevé un crecimiento del PIB real del 4,5 % en 2022 y del 1 % en 2023. La inflación es elevada. En términos interanuales, bajó al 7,3 % en octubre, estimándose una inflación subyacente del 4,8 % en septiembre. Se prevé que los precios aumenten más rápidamente que los salarios.

La lectura del cuadro de indicadores de España muestra que, en 2021, seis indicadores superaron sus umbrales indicativos, a saber, la posición de inversión internacional neta, la cuota de mercado de las exportaciones, el crecimiento de los costes laborales unitarios nominales, la deuda del sector privado, la deuda pública y la variación del desempleo. La lectura económica del cuadro de indicadores pone de relieve los siguientes fenómenos relevantes:

- Persiste la preocupación por la **sostenibilidad exterior** a pesar de algunas mejoras. La posición de inversión internacional neta (PIIN), que es negativa, mejoró sustancialmente hasta situarse en el –71,5 % del PIB en 2021, debido principalmente a los fuertes efectos de valoración positivos y al elevado crecimiento del PIB nominal. Se prevé que la PIIN siga mejorando, aunque a menor ritmo. La mejora tuvo que ver sobre todo con la PIIN excluidos los instrumentos sin riesgo de impago, que pasó del –52,1 % al –39,7 % del PIB. La balanza por cuenta corriente mantuvo un pequeño superávit del 1,2 % del PIB en 2021, pero se prevé que disminuya ligeramente. Se espera que la temporada alta turística mejore la balanza de servicios y que compense parcialmente el deterioro de la balanza comercial de bienes, incluida la energía, en 2022.

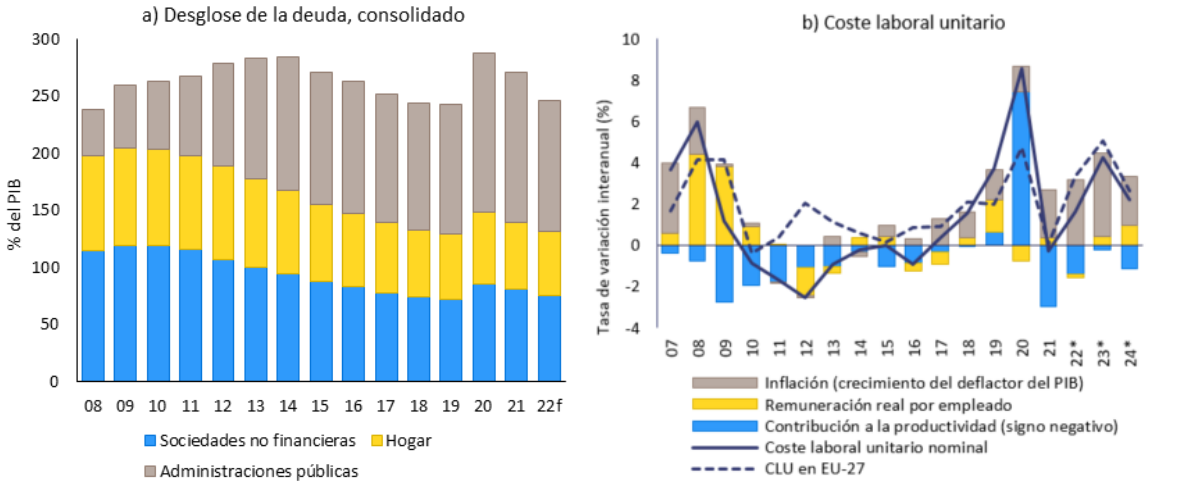
- La preocupación por la **competitividad de costes** sigue siendo limitada. Los costes laborales unitarios (CLU) nominales aumentaron ligeramente en 2021 y se prevé que sigan haciéndolo con el alza de la inflación subyacente. El tipo de cambio efectivo real basado en el IPCA se apreció ligeramente en 2021. No obstante, en términos interanuales, se había depreciado en agosto de 2022.

- Persiste la preocupación por la ratio de **deuda de las sociedades no financieras** con respecto al PIB, aunque tiende a la baja. En 2021 bajó moderadamente hasta situarse en el 80 % y continuó disminuyendo en el primer semestre de 2022, pero existen factores de riesgo asociados al entorno macroeconómico. Se mantiene por encima de los valores de referencia prudenciales y fundamentales y sigue siendo 8 puntos porcentuales superior a la de 2019. La ratio de **deuda de los hogares** con respecto al PIB sigue por encima pero cerca de los valores de referencia prudenciales y fundamentales y vuelve a una senda decreciente.

- La preocupación por la **deuda pública** sigue siendo elevada. En 2021 se redujo ligeramente hasta situarse en el 118,3 % del PIB y se prevé que vuelva a disminuir en 2022 y 2023. El déficit público siguió siendo elevado, aunque se redujo al 6,9 % en 2021. Se prevé que siga disminuyendo en 2022 y 2023. Los riesgos para la sostenibilidad de la política fiscal son elevados a medio plazo y de nivel medio a largo plazo, debido en parte a los costes relacionados con el envejecimiento de la población.

- Las deficiencias del **mercado laboral** siguen siendo motivo de preocupación, pese a las notables mejoras. La tasa de desempleo se redujo sustancialmente durante los diez últimos años, pero sigue siendo una de las más altas de la UE, con un 14,8 % en 2021, especialmente en los segmentos de desempleo juvenil y de larga duración. Se prevé que disminuya en 2022, pero que se mantenga prácticamente sin cambios después. Las tasas de desempleo juvenil y de larga duración siguen siendo de las más elevadas de la UE, pese a los rápidos descensos recientes. La resiliencia del mercado laboral aumenta gracias a las reformas emprendidas en el marco del Plan de Recuperación y Resiliencia, que presta apoyo al mercado de trabajo en un contexto de deterioro de las perspectivas económicas.

Gráfico 3.9.1: **Gráficos seleccionados: España**



Fuente: Eurostat y servicios de la Comisión Europea

Cuadro 3.9.1: **Indicadores económicos y financieros clave: España**

	Umbrales	Valor de referencia I	Valor de referencia II	2019	2020	2021	previsiones 2022	previsiones 2023
Posición exterior								
Balanza de pagos por cuenta corriente, balanza de pagos (% del PIB, media tres años)	-4 % /6 %			0,2	0,2	0,1	0,1	0,1
Balanza de pagos por cuenta corriente, balanza de pagos (% del PIB)		0,1 (1)	0,2 (2)	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1
Posición de inversión internacional neta (en % del PIB)	-35 %	-58 (3)	-19 (4)	-77,1	-90,1	-87,2	-90,0	-90,5
NENDI - PIIN excluidos los instrumentos sin riesgo de impago (en % del PIB) (5)				-46,1	-52,1	-39,7		
Competitividad								
Índice de costes laborales unitarios nominales (variación % tres años)	9 % (ZE) / 12 % (zona no euro)			0,6	1,4 p.	1,2 p.	1,0	0,6
Índice de costes laborales unitarios nominales (variación % interanual)				0,1	0,9 p.	0,0 p.	0,1	0,5
Tipo de cambio efectivo real – 42 socios comerciales, deflactor del IPCA (variación % tres años)	± 5 % (ZE) / ± 11 % (zona no euro)			0,2	0,1	-0,1	-0,3	-0,6
Tipo de cambio efectivo real – 42 socios comerciales, deflactor del IPCA (variación % un año)				-0,2	0,1	0,1	-0,1	-0,3
Cuota de mercado de las exportaciones – % de exportaciones mundiales (variación % cinco años)	– 6 %			0,2	-0,7	-1,1	0,1	0,2
Cuota de mercado de las exportaciones – % de exportaciones mundiales (variación % un año)				-0,1	-1,1	0,2	1,3	0,0
Deuda del sector privado								
Deuda del sector privado, consolidada (% del PIB)	133 %			129	148 p.	139 p.	132	129
Flujo de crédito al sector privado, consolidado (% del PIB)	14 %			0,2	0,5 p.	0,9 p.	0,3	0,7
Deuda de los hogares, consolidada (% del PIB)		61 (6)	67 (7)	56,8	62,7	58,4	56,5	55,2
Deuda de sociedades no financieras, consolidada (% del PIB)		57 (6)	57 (7)				75,3	74,2
Mercado de la vivienda								
Índice de precios de la vivienda, deflactado (variación % un año)	6 %			0,4	0,2	0,2	-0,2	-0,3
Índice de precios de la vivienda, nominal (variación % un año)		12 (6)		5,2	2,2	3,7	6,0	0,8
Deuda pública								
Deuda bruta de las administraciones públicas (% del PIB)	60 %			98	120	118	114	113
Saldo de las administraciones públicas (en % del PIB)				-3,1	-10,1	-6,9	-4,6	-4,3
Sector bancario								
Total de los pasivos del sector financiero, no consolidado (variación % un año)	16,5 %			0,2	1,0	0,7	0,3	
Rentabilidad de los recursos propios (%)				6,7	-0,5	10,2		
Ratio de capital ordinario de nivel 1		10,6 (6)		12,5	13,2	13,3		
Préstamos dudosos brutos, entidades nacionales y extranjeras (% de los préstamos brutos)				3,1 e	2,8 e	2,9 p	2,7	
Mercado laboral								
Tasa de desempleo (media tres años)	10 %			16	15	15 d	14	13
Tasa de desempleo (nivel anual)		12 (10)		14	16	15 d	13	13
Tasa de actividad – % del total de la población de 15-64 años (variación tres años en puntos porcentuales)	-0,2 pp			0,0	-0,2	0,0 d	-0,1	0,2
Tasa de desempleo a largo plazo – % de población activa de 15-74 años (variación tres años en puntos porcentuales)	0,5 pp			-0,1	-0,3	0,0 d		
Tasa de desempleo juvenil – % de la población activa de 15-24 años (variación tres años en puntos porcentuales)	2 pp			-1,2	0,0	0,1 d		

Notas: Véase el anexo 1

Fuente: Servicios de la Comisión, Eurostat y BCE; Comisión Europea en el caso de las previsiones (otoño de 2022)

3.10. FRANCIA

En Francia, persisten las preocupaciones relacionadas con la competitividad de costes y la elevada ratio de deuda pública con respecto al PIB. Además, el elevado nivel de deuda privada requiere un estrecho seguimiento. La inflación subyacente es inferior a la de muchos otros países de la zona del euro. No obstante, los problemas de sostenibilidad exterior y competitividad siguen requiriendo un estrecho seguimiento. Aunque están disminuyendo, la ratio de deuda pública con respecto al PIB y el déficit público siguen siendo elevados. La deuda de las sociedades no financieras sigue una senda decreciente tras un fuerte aumento durante la pandemia.

En el anterior ciclo del PDM, la Comisión llevó a cabo un examen exhaustivo y llegó a la conclusión de que Francia presenta desequilibrios macroeconómicos. Este año, la Comisión considera oportuno examinar la persistencia de los desequilibrios o su corrección en un examen exhaustivo de Francia.

Se prevé un crecimiento del PIB real del 2,6 % en 2022 y el 0,4 % en 2023. La inflación es elevada, si bien es inferior a la de la mayoría de los países de la zona del euro. En términos interanuales, aumentó hasta el 7,1 % en octubre, con una inflación subyacente estimada en el 4,1 %. Se prevé que los precios aumenten más rápidamente que los salarios.

La lectura del cuadro de indicadores de Francia muestra que, en 2021, tres indicadores superaron sus umbrales indicativos, a saber, la variación de las cuotas de mercado de exportación, la deuda privada y la deuda pública. La lectura económica del cuadro de indicadores pone de relieve los siguientes fenómenos relevantes:

- Las cuestiones **externas en materia de sostenibilidad** requieren un estrecho seguimiento. La balanza por cuenta corriente se convirtió en un ligero superávit del 0,4 % del PIB en 2021 y volvió a los niveles anteriores a la pandemia. Se prevé un déficit para 2022 y 2023. La PIIN siguió empeorando en 2021, hasta el –32,1 % del PIB, impulsada por el saldo negativo de la balanza de pagos por cuenta corriente y los efectos de valoración. Se prevé que mejore en el futuro.

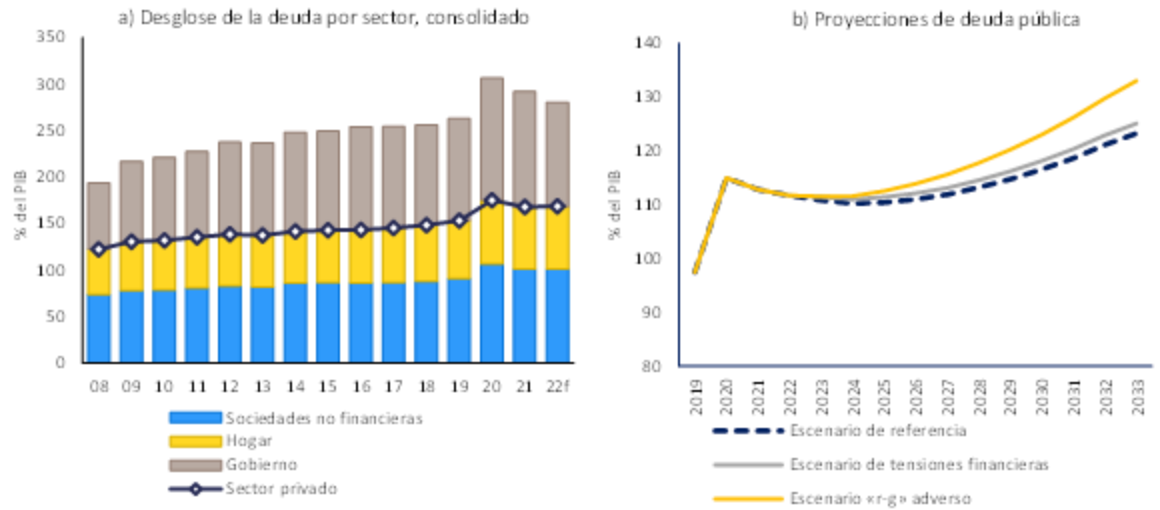
- Los problemas de **competitividad de costes**, que ya existían antes de la pandemia de COVID-19, siguen siendo relevantes. Los costes laborales unitarios nominales aumentaron en 2021 y se prevé que aumenten con mayor intensidad en el futuro, en un contexto de menor inflación subyacente que en la mayoría de los demás países de la zona del euro. El tipo de cambio efectivo real basado en el IPCA se depreció ligeramente en 2021. En términos interanuales, también se había depreciado en agosto de 2022.

- A pesar del descenso al 101 % en 2021, la ratio de **endeudamiento de las sociedades no financieras con respecto al PIB** sigue siendo elevada. La deuda de las sociedades no financieras siguió disminuyendo en el primer semestre de 2022. Se mantiene por encima de los valores de referencia tanto prudenciales como fundamentales y sigue siendo 10 puntos porcentuales superior a la de 2019. El endeudamiento de las empresas va acompañado de unos colchones de liquidez de las empresas elevados y crecientes, lo que reduce los riesgos.

- Aumentan las preocupaciones relacionadas con la evolución de los **precios de la vivienda**. El crecimiento de los precios nominales de la vivienda se aceleró del 5,2 % al 6,3 % en 2021. El crecimiento interanual de los precios nominales de la vivienda aumentó hasta el 7,1 % en el segundo trimestre de 2022. Se estimó que, en 2021, los precios de la vivienda estaban sobrevalorados en un 20 %. La **deuda de los hogares** con respecto al PIB se sitúa por encima de los valores de referencia prudenciales y basados en los fundamentos, y los flujos de crédito a los hogares son elevados. Sin embargo, los riesgos se ven mitigados por la elevada proporción de préstamos a tipos de interés fijos, las normas prudentes en materia de préstamos y las medidas de política macroprudencial.

- Las preocupaciones relacionadas con la **deuda pública** son significativas. La ya elevada ratio de deuda pública con respecto al PIB, por encima del umbral del cuadro de indicadores, disminuyó ligeramente en 2021, hasta el 112,8 % del PIB, y se prevé que se mantenga prácticamente estable durante el período de previsión, por encima del nivel de 2019. El déficit público sigue siendo elevado, aunque se redujo al 6,5 % en 2021 y se prevé que siga disminuyendo en 2022. Los riesgos para la sostenibilidad de la política fiscal siguen siendo elevados a medio plazo y medios a largo plazo.

Gráfico 3.10.1: **Gráficos seleccionados: Francia**



El escenario de una «tasa de crecimiento de los intereses adversa» supone un efecto de bola de nieve menos favorable que en el escenario de referencia (es decir, el diferencial entre los tipos de interés de mercado y el crecimiento del PIB nominal es permanentemente superior en 1 punto porcentual). En el escenario de «tensiones financieras», el país se enfrenta temporalmente (un año) a tipos de interés de mercado más elevados en 2023 (es decir, se supone que los tipos de interés de mercado aumentarán temporalmente en 1 punto porcentual en 2023).
Fuente: Eurostat y servicios de la Comisión Europea

Cuadro 3.10.1: **Indicadores económicos y financieros clave: Francia**

	Umbrales	Valor de referencia I	Valor de referencia II	2019	2020	2021	previsiones 2022	previsiones 2023
Posición sectorial								
Balanza de pagos por cuenta corriente, balanza de pagos (% del PIB, media tres años)	– 4 %/6 %			0,0	-0,1	0,0	-0,1	0,0
Balanza de pagos por cuenta corriente, balanza de pagos (% del PIB)		0,0 (1)	-0,2 (2)	0,1	-0,2	0,0	-0,1	0,0
Posición de inversión internacional neta (en % del PIB)	-35 %	-76 (3)	0,9 (4)	-0,5	-0,1	-0,2	-0,3	-0,5
NENDI - PIIN excluidos los instrumentos sin riesgo de impago (en % del PIB) (5)				-35,2	-41,3	-37,2		
Competitividad								
Índice de costes laborales unitarios nominales (variación % tres años)	9 % (ZE) 12 % (zona no euro)			0,1 p	0,5 p	0,5 p	0,9	0,8
Índice de costes laborales unitarios nominales (variación % interanual)				0,1 p	0,5 p	0,1 p	0,3	0,1
Tipo de cambio efectivo real – 42 socios comerciales, deflactor del IPCA (variación % tres años)	5 % (ZE) a 11 % (zona no euro)			0,2	0,3	0,0	-0,6	-0,9
Tipo de cambio efectivo real – 42 socios comerciales, deflactor del IPCA (variación % un año)				0,1	0,2	-0,1	-0,7	-0,2
Cuota de mercado de las exportaciones – % de exportaciones mundiales (variación % cinco años)	– 6 %			-0,1	-0,9	-1,1	-0,5	-0,5
Cuota de mercado de las exportaciones – % de exportaciones mundiales (variación % un año)				-0,1	-0,7	-0,1	0,1	0,0
Deuda del sector privado								
Deuda del sector privado, consolidado (% del PIB)	133 %			153 p	175 p	168 p	168	168
Flujo de crédito al sector privado, consolidado (% del PIB)	14 %			0,8 p	1,4 p	0,7 p	0,9	0,7
Deuda de los hogares, consolidado (% del PIB)		49 (6)	59 (7)	62,2	68,6	66,7 p	67,1	67,0
Deuda de sociedades no financieras, consolidado (% del PIB)		54 (6)	73 (7)				101,0	91,2
Mercado de la vivienda								
Índice de precios de la vivienda, deflactado (variación % un año)	6 %			0,3	0,1	0,5	0,3	-0,1
Índice de precios de la vivienda, nominal (variación % un año)		20 (8)		3,3	5,2	6,3	5,2	1,2
Deuda pública								
Deuda bruta de las administraciones públicas (% del PIB)	60 %			97	115	113	112	111
Saldo de las administraciones públicas (en % del PIB)				-3,1	-9,0	-6,5	-5,0	-5,3
Sector bancario								
Total de los pasivos del sector financiero, no consolidado (variación % un año)	16,5 %			0,6 b	1,1	0,7 p	0,1	
Rentabilidad de los recursos propios (%)				6,0	4,1	7,1		
Ratio de capital ordinario de nivel 1		10,6 (9)		15,3	16,0	16,2		
Préstamos dudosos brutos, entidades nacionales y extranjeras (% de los préstamos brutos)				2,5e	2,2e	1,9p	1,8	
Mercado laboral								
Tasa de desempleo (media tres años)	10 %			0,9	0,9	0,8 d	0,8	0,8
Tasa de desempleo (nivel anual)		0,8 (10)		0,8	0,8	0,8 d	0,8	0,8
Tasa de actividad – % del total de la población de 15-64 años (variación tres años en puntos porcentuales)	-0,2 pp			0,0	0,0	0,0 d	0,1	0,2
Tasa de desempleo a largo plazo – % de población activa de 15-74 años (variación tres años en puntos porcentuales)	0,5 pp			-0,1	-0,1	0,0 d		
Tasa de actividad – % de la población activa de 15-24 años (variación tres años en puntos porcentuales)	2 pp			-0,5	-0,2	-0,3 d		

Notas: Véase el anexo 1

Fuente: Servicios de la Comisión, Eurostat y BCE; Comisión Europea en el caso de las previsiones (otoño de 2022)

3.11. CROACIA

En Croacia, las ratios deuda pública, privada y externa con respecto al PIB siguen disminuyendo, y los riesgos asociados parecen ser limitados. La ratio deuda pública con respecto al PIB sigue siendo elevada, pero el déficit presupuestario se está reduciendo. El crecimiento de los precios nominales de la vivienda se está acelerando pero los indicadores de las diferencias de valoración no muestran signos de una posible sobrevaloración de los precios de la vivienda.

En el anterior ciclo del PDM, la Comisión llevó a cabo un examen exhaustivo y llegó a la conclusión de que Croacia ya no presentaba desequilibrios macroeconómicos. Este año, la Comisión no considera necesario llevar a cabo un análisis más profundo de Croacia.

Se prevé un crecimiento del PIB real del 6 % en 2022 y del 1 % en 2023. La inflación es elevada y se prevé que se mantenga por encima de la media de la zona del euro en 2022 y 2023. En términos interanuales, se mantuvo en el 12,6 % en septiembre, con una inflación subyacente del 9,8 %. Se prevé que los precios aumenten más rápidamente que los salarios.

La lectura del cuadro de indicadores de Croacia muestra que, en 2021, dos indicadores superaron sus umbrales indicativos, a saber, la posición de inversión internacional neta y la deuda pública. La lectura económica del cuadro de indicadores pone de relieve los siguientes fenómenos relevantes:

- Los problemas de **sostenibilidad exterior** se han reducido sustancialmente. La balanza de pagos por cuenta corriente aumentó hasta un superávit del 3,1 % del PIB en 2021. Se prevé que la posición de inversión internacional neta (PIIN), moderadamente negativa, del –35,1 % del PIB en 2021, siga mejorando en 2022. La PIIN, excluidos los instrumentos sin riesgo de impago, pasó a ser positiva e igualó el 12 % del PIB en 2021.

- Las inquietudes relativas a la **competitividad de costes** parecen limitadas. La elevada inflación es un riesgo, aunque la indexación salarial no es frecuente. Los costes laborales unitarios nominales disminuyeron en 2021 pero se prevé que aumenten en mayor medida en 2022 y 2023. El tipo de cambio efectivo real basado en el IPCA se apreció ligeramente en 2021. En agosto de 2022 se observó una ligera depreciación interanual.

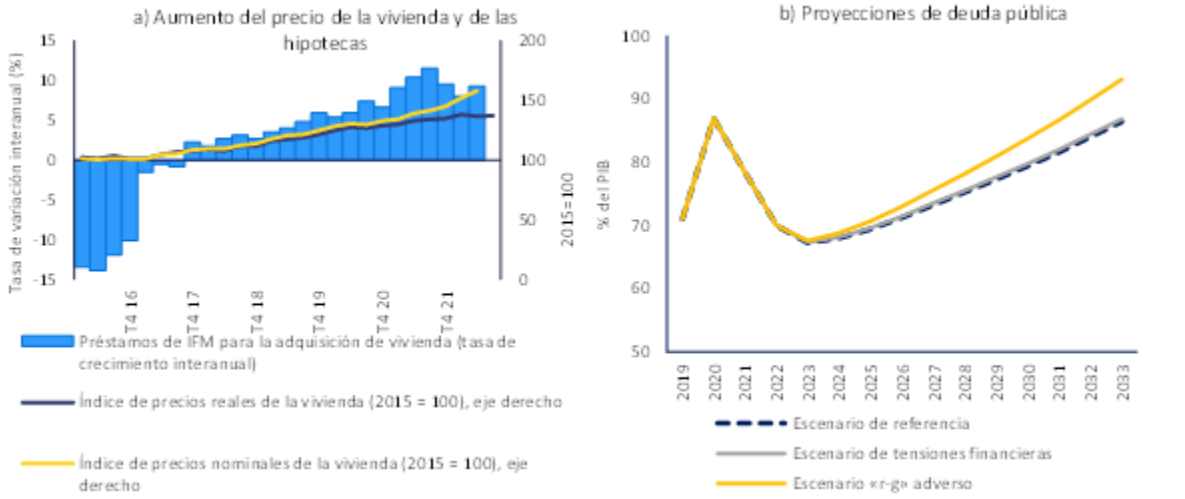
- La ratio de **endeudamiento de los hogares** con respecto al PIB se sitúa por encima de su valor de referencia basado en los valores fundamentales, pero muy por debajo de los niveles prudenciales. Los flujos netos de crédito a los hogares han sido moderados en 2021 y 2022. La ratio de endeudamiento de los hogares con respecto al PIB siguió disminuyendo en el primer semestre de 2022. La proporción de préstamos a tipo de interés variable para adquisición de vivienda es relativamente baja.

- Aumenta la preocupación en relación con la evolución de los **precios de la vivienda**. El crecimiento de los precios nominales de la vivienda se desaceleró hasta el 7,3 % en 2021, pero aumentó hasta el 13,6 % en el segundo trimestre de 2022. Los indicadores de las diferencias de valoración no muestran signos de una posible sobrevaloración. Aunque el **sector bancario** está bien capitalizado y su rentabilidad es elevada, también se caracteriza por una ratio de préstamos dudosos relativamente elevada, aunque decreciente. Los préstamos poco productivos (fase 2) aumentaron significativamente desde el inicio de la pandemia y no han disminuido sustancialmente desde entonces.

- Los riesgos relacionados con la deuda pública no son insignificantes. La ratio **deuda pública** con respecto al PIB disminuyó hasta el 78,4 % en 2021, manteniéndose por encima del umbral del 60 %. Se prevé que siga disminuyendo, situándose por debajo de su nivel de 2019 en 2022. Los diferenciales de rendimiento de la deuda soberana han disminuido, pero se mantienen por encima de la media de la zona del euro. El riesgo de tipo de cambio relacionado con la deuda pública se eliminará con la adopción del euro, a partir del 1 de enero de 2023. El déficit público

disminuyó hasta el 2,6 % del PIB en 2021, y se prevé que siga disminuyendo en 2022. Los riesgos para la sostenibilidad de la política fiscal son medios a corto y a largo plazo.

Gráfico 3.11.1: **Gráficos seleccionados: Croacia**



El escenario de una «tasa de crecimiento de los intereses adversa» supone un efecto de bola de nieve menos favorable que en el escenario de referencia (es decir, el diferencial entre los tipos de interés de mercado y el crecimiento del PIB nominal es permanentemente superior en 1 punto porcentual). En el escenario de «tensiones financieras», el país se enfrenta temporalmente (un año) a tipos de interés de mercado más elevados en 2023 (es decir, se supone que los tipos de interés de mercado aumentarán temporalmente en 1 punto porcentual en 2023).

Fuente: Eurostat y servicios de la Comisión Europea

Cuadro 3.11.1: **Indicadores económicos y financieros clave: Croacia**

	Umbrales	Valor de referencia I	Valor de referencia II	2019	2020	2021	previsiones 2022	previsiones 2023
Posición exterior								
Balanza de pagos por cuenta corriente, balanza de pagos (% del PIB, media tres años)	– 4 %/6 %			0,3	0,1	0,2	0,1	0,1
Balanza de pagos por cuenta corriente, balanza de pagos (% del PIB)		0,0 (1)	-0,4 (2)	0,3	4,1	0,3	0,0	-0,1
Posición de inversión internacional neta (en % del PIB)	-35 %	-47 (3)	-119 (4)	-47	-48	-35	-33	-28
NENDI – PIN excluidos los instrumentos sin riesgo de impago (en % del PIB) (5)				1,2	3,0	12,0		
Competitividad								
Índice de costes laborales unitarios nominales (variación % tres años)	9 % (ZE); 12 % (zona no euro)			0,3	14 p.	0,6 p.	1,2	0,9
Índice de costes laborales unitarios nominales (variación % interanual)				0,0	10 p.	-0,3 p.	0,4	0,6
Tipo de cambio efectivo real – 42 socios comerciales, deflactor del IPCA (variación % tres años)	5 % (ZE); ± 11 % (fuera euro)			0,2	0,1	-0,2	-0,5	-0,8
Tipo de cambio efectivo real – 42 socios comerciales, deflactor del IPCA (variación % un año)				-0,2	4,1	0,1	-0,5	-0,4
Cuota de mercado de las exportaciones – % de exportaciones mundiales (variación % cinco años	– 6 %			2,2	4,1	0,8	2,8	2,5
Cuota de mercado de las exportaciones – % de exportaciones mundiales (variación % un año)				0,4	-1,6	1,9	2,1	-0,1
Deuda del sector privado								
Deuda del sector privado, consolidado (% del PIB)	133 %			88	98 p.	89 p.	81	79
Flujo de crédito al sector privado, consolidado (% del PIB)	14 %			0,1	0,1 p.	0,3 p.	0,3	0,4
Deuda de los hogares, consolidado (% del PIB)		55 (6)	1,8 (7)	34,1	36,0	34,7	32,0	33,1
Deuda de sociedades no financieras, consolidado (% del PIB)		65 (6)	3,9 (7)				48,5	48,3
Mercado de la vivienda								
Índice de precios de la vivienda, deflactado (variación % un año)	6 %			0,6	0,7	0,5	0,1	-0,1
Índice de precios de la vivienda, nominal (variación % un año)		-0,3 (8)		9,0	7,7	7,3	9,8	4,2
Deuda pública								
Deuda bruta de las administraciones públicas (% del PIB)	60 %			71	87	78	70	67
Saldo de las administraciones públicas (en % del PIB)				0,2	-7,3	-2,8	-1,8	-2,4
Sector bancario								
Total de los pasivos del sector financiero, no consolidado (variación % un año)	16,5 %			0,7	0,7	1,2	0,1	
Rentabilidad de los recursos propios (%)				9,1	4,7	7,7		
Ratio de capital ordinario de nivel 1		10,6 (9)		21,7	22,7	23,8		
Préstamos dudosos brutos, entidades nacionales y extranjeras (% de los préstamos brutos)				5,2e	5,3e	4,2p	3,7	
Mercado laboral								
Tasa de desempleo (media tres años)	10 %			8,9	8,8	8,7	8,7	8,7
Tasa de desempleo (nivel anual)		9,7 (10)		8,7	8,8	7,6	6,6	6,6
Tasa de actividad – % de la total de la población de 15-64 años (variación tres años en puntos porc	-0,2 pp			0,1	0,1	0,2	0,3	0,2
Tasa de desempleo a largo plazo - % de población activa de 15-74 años (variación tres años en p	0,5 pp			-0,4	-0,3	-0,1		
Tasa de actividad – % de la población activa de 15-24 años (variación tres años en puntos porcen	2 pp			-1,5	-0,6	-0,2		

Notas: Véase el anexo 1

Fuente: Servicios de la Comisión, Eurostat y BCE; Comisión Europea en el caso de las previsiones (otoño de 2022)

3.12. ITALIA

En Italia, las preocupaciones relacionadas con la elevada ratio de deuda pública con respecto al PIB no han cambiado. Las deficiencias del mercado laboral podrían aumentar de nuevo. A pesar de las mejoras en el sector bancario, el riesgo de que se produzcan bucles de retroalimentación está aumentando debido al contexto macroeconómico y requiere un estrecho seguimiento.

En el anterior ciclo del PDM, la Comisión llevó a cabo un examen exhaustivo y llegó a la conclusión de que Italia presenta desequilibrios macroeconómicos excesivos. Este año, la Comisión considera oportuno examinar la persistencia de los desequilibrios o su corrección en un examen exhaustivo de Italia.

Se prevé un crecimiento del PIB real del 3,8 % en 2022 y del 0,3 % en 2023. La inflación es elevada. En términos interanuales, aumentó hasta el 12,8 % en octubre, con una inflación subyacente estimada en el 4,5 %. Se prevé que los precios aumenten más rápidamente que los salarios.

La lectura del cuadro de indicadores de Italia muestra que, en 2021, tres indicadores superaron sus umbrales indicativos, a saber, la variación de las cuotas de mercado de exportación, la deuda pública y la variación de la tasa de actividad. La lectura económica del cuadro de indicadores pone de relieve los siguientes fenómenos relevantes:

- Las inquietudes relativas a la **competitividad de costes** parecen limitadas. Los costes laborales unitarios nominales se mantuvieron sin cambios en 2021, pero se prevé que aumenten en el futuro. El tipo de cambio efectivo real basado en el IPCA se depreció ligeramente en 2021. En términos interanuales, seguía depreciándose en agosto de 2022. Por el contrario, el crecimiento de la productividad ha ido a la zaga de los países homólogos de la UE durante décadas.

- La ratio **de endeudamiento de los hogares** con respecto al PIB se mantiene próxima a los valores de referencia y el flujo de crédito neto a los hogares se mantuvo moderado en 2021 y 2022. La ratio de endeudamiento de los hogares con respecto al PIB se mantuvo prácticamente estable en el primer semestre de 2022. La proporción de préstamos a tipo de interés variable es relativamente baja.

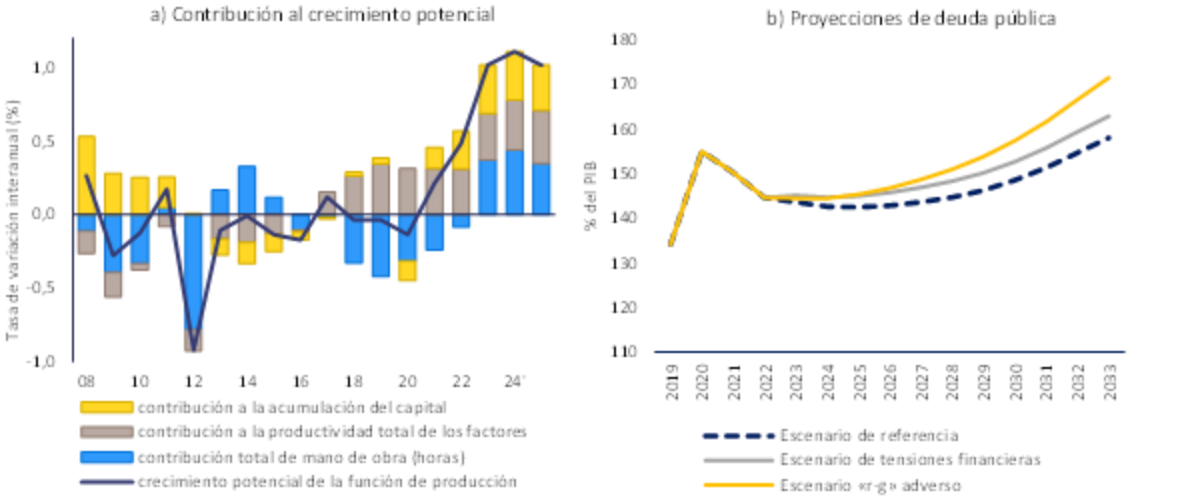
- La **deuda pública** sigue siendo elevada, a pesar de que su ratio con respecto al PIB disminuyó hasta el 150,3 % en 2021. Aunque se prevé que la ratio de deuda siga disminuyendo, se prevé que se mantenga muy por encima del nivel de 2019. El déficit público sigue siendo elevado, aunque se redujo al 7,2 % en 2021 y se prevé que siga disminuyendo. Los diferenciales de rendimiento de la deuda soberana se apartaron significativamente de la media de la zona del euro, lo que eleva los costes de financiación, aunque de forma bastante gradual, dado el aumento del vencimiento medio de la deuda pendiente. Los riesgos para la sostenibilidad de la política fiscal son elevados a medio plazo, mientras que, a largo plazo, la disminución prevista de los costes del envejecimiento de la población reduce el riesgo a medio.

- El **sector bancario** ha experimentado mejoras sustanciales en los últimos años. Continuó la reducción de la ratio de préstamos dudosos, que alcanzó alrededor del 3,5 % en 2021. Aunque esta ratio se mantiene solo ligeramente por encima de la media de la zona del euro, los préstamos poco productivos (fase 2) aumentaron desde 2020. Un importante nexo entre los bancos soberanos y el vínculo con algunas vulnerabilidades del sector empresarial pueden aumentar el riesgo de que se produzcan bucles de retroalimentación.

- Las deficiencias del **mercado laboral** siguen siendo motivo de preocupación. La tasa de desempleo aumentó hasta el 9,5 % en 2021 y sigue siendo relativamente elevada, aunque se sitúa por debajo del umbral del 10 %. Se prevé que disminuya en 2022, pero que vuelva a aumentar en 2023. La tasa de actividad es muy baja, especialmente en el caso de las mujeres,

a pesar de haber aumentado en 2021. Las tasas de desempleo de larga duración y juvenil siguen siendo de las más elevadas de la UE.

Gráfico 3.12.1: **Gráficos seleccionados: Italia**



El escenario de una «tasa de crecimiento de los intereses adversa» supone un efecto de bola de nieve menos favorable que en el escenario de referencia (es decir, el diferencial entre los tipos de interés de mercado y el crecimiento del PIB nominal es permanentemente superior en 1 punto porcentual). En el escenario de «tensiones financieras», el país se enfrenta temporalmente (un año) a tipos de interés de mercado más elevados en 2023 (es decir, se supone que los tipos de interés de mercado aumentarán temporalmente en 1 punto porcentual en 2023).
Fuente: Eurostat y servicios de la Comisión Europea

Cuadro 3.12.1: **Indicadores económicos y financieros clave: Italia**

	Umbrales	Valor de referencia I	Valor de referencia II	2019	2020	2021	previsiones 2022	previsiones 2023
Posición exterior								
Balanza de pagos por cuenta corriente, balanza de pagos (% del PIB, media tres años)	-4 % /6 %			0,3	0,3	0,3	0,3	0,1
Balanza de pagos por cuenta corriente, balanza de pagos (% del PIB)		0,2 (1)	0,0 (2)	0,3	0,4	0,3	0,1	0,0
Posición de inversión internacional neta (en % del PIB)	-35%	-66 (3)	15 (4)	-0,1	0,1	0,8	0,7	0,7
NENDI - PIN excluidos los instrumentos sin riesgo de impago (en % del PIB) (5)				-0,1	1,2	6,4		
Competitividad								
Índice de costes laborales unitarios nominales (variación % tres años)	9 % (25) 12 % (zona no euro)			0,3	0,7	0,5	0,6	0,5
Índice de costes laborales unitarios nominales (variación % interanual)				0,1	0,3	0,0	0,3	0,2
Tipo de cambio efectivo real – 42 socios comerciales, deflactor del IPCA (variación % tres años)	± 5 % (25) ± 11 % (zona no euro)			0,0	0,1	-0,2	-0,6	-0,9
Tipo de cambio efectivo real – 42 socios comerciales, deflactor del IPCA (variación % un año)				-0,2	0,1	-0,1	-0,6	-0,3
Cuota de mercado de las exportaciones – % de exportaciones mundiales (variación % cinco años)	– 6 %			-0,2	-0,3	-0,6	0,1	0,1
Cuota de mercado de las exportaciones – % de exportaciones mundiales (variación % un año)				-0,1	-0,3	-0,1	0,7	0,0
Deuda del sector privado								
Deuda del sector privado, consolidado (% del PIB)	133 %			106	119	114	110	106
Flujo de crédito al sector privado, consolidado (% del PIB)	14 %			0,0	0,4	0,3	0,4	0,5
Deuda de los hogares, consolidado (% del PIB)		44 (6)	39 (7)	41,1	44,9	45,4	42,6	42,5
Deuda de sociedades no financieras, consolidado (% del PIB)		79 (6)	58 (7)				67,1	63,9
Mercado de la vivienda								
Índice de precios de la vivienda, deflactado (variación % un año)	6 %			-0,1	0,2	0,1	-0,2	-0,1
Índice de precios de la vivienda, nominal (variación % un año)		-9,8 (8)		-0,1	1,9	2,6	4,9	1,6
Deuda pública								
Deuda bruta de las administraciones públicas (% del PIB)	60 %			134	155	150	145	144
Saldo de las administraciones públicas (en % del PIB)				-1,5	-9,5	-7,2	-5,1	-3,5
Sector bancario								
Total de los pasivos del sector financiero, no consolidado (variación % un año)	16,5 %			0,5	0,7	0,6	0,1	
Rentabilidad de los recursos propios (%)				4,9	1,0	5,7		
Ratio de capital ordinario de nivel 1		10,6 (9)		13,9	15,5	15,1		
Préstamos dudosos brutos, entidades nacionales y extranjeras (% de los préstamos brutos)				6,7e	4,5e	3,5p	3,0	
Mercado laboral								
Tasa de desempleo (media tres años)	10 %			11	10	10	0,9	0,9
Tasa de desempleo (nivel anual)		10 (10)		10	0,9	1,0	0,8	0,9
Tasa de actividad – % del total de la población de 15-64 años (variación tres años en puntos porcentuales)	-0,2 pp			0,1	0,2	-0,1	0,1	0,2
Tasa de desempleo a largo plazo - % de población activa de 15-74 años (variación tres años en puntos porcentuales)	0,5 pp			-0,1	0,2	-0,1		
Tasa de desempleo juvenil – % de población activa de 15-24 años (variación tres años en puntos porcentuales)	2 pp			-0,9	-0,5	-0,3		

Notas: Véase el anexo 1
Fuente: Servicios de la Comisión, Eurostat y BCE; Comisión Europea en el caso de las previsiones (otoño de 2022)

3.13. CHIPRE

En Chipre, persisten las preocupaciones relacionadas con las ratios de deuda de los hogares y sociedades no financieras, deuda pública y deuda exterior con respecto al PIB, aunque estas reanudaron su trayectoria decreciente tras la crisis de la COVID-19. A pesar de las mejoras, las ratios de deuda de los hogares y de las sociedades no financieras con respecto al PIB siguen estando entre las más elevadas de la UE. El amplio déficit por cuenta corriente se redujo, pero se prevé que vuelva a aumentar, en un contexto de empeoramiento del entorno externo. El sector bancario ha demostrado ser resiliente, aunque persisten los riesgos, incluidos los asociados a los préstamos dudosos.

En el anterior ciclo del PDM, la Comisión llevó a cabo un examen exhaustivo y llegó a la conclusión de que Chipre presenta desequilibrios macroeconómicos excesivos. Este año, la Comisión considera oportuno examinar la persistencia de los desequilibrios o su corrección en un examen exhaustivo de Chipre.

Se prevé un crecimiento del PIB real del 5,6 % en 2022 y del 1 % en 2023. La inflación es elevada. En términos interanuales, disminuyó hasta el 8,6 % en octubre, con una inflación subyacente estimada en el 5,9 %. Se prevé que los precios aumenten más rápidamente que los salarios.

La lectura del cuadro de indicadores de Chipre muestra que, en 2021, cuatro indicadores superaron sus umbrales indicativos, a saber, la balanza por cuenta corriente, la posición de inversión internacional neta, la deuda privada y la deuda pública. La lectura económica del cuadro de indicadores pone de relieve los siguientes fenómenos relevantes:

- La **sostenibilidad exterior** sigue siendo motivo de preocupación. El déficit por cuenta corriente sigue siendo elevado, a pesar de que se ha reducido hasta el 6,8 % del PIB en 2021. La mejora estuvo impulsada por la recuperación parcial de la balanza de viajes, que compensó con creces el deterioro de la balanza comercial de bienes energéticos. Una contribución negativa provino del empeoramiento de la balanza de renta primaria. Se prevé que el déficit por cuenta corriente aumente en 2022, antes de volver a disminuir, aunque se mantenga elevado, y no favorece el mantenimiento de la posición de inversión internacional neta (PIIN) en niveles prudentes. Aunque la PIIN siguió siendo importante y negativa, situándose en el –117,8 % del PIB en 2021, refleja en gran medida las actividades de las entidades con fines especiales con unos vínculos supuestamente limitados con la economía nacional. Se prevé que la PIIN siga disminuyendo.

- Las inquietudes relativas a la **competitividad de costes** son limitadas. Los costes laborales unitarios nominales disminuyeron ligeramente en 2021, pero se prevé que aumenten ligeramente, a la luz de la elevada inflación subyacente. Existe una indexación parcial de los salarios a la inflación. El tipo de cambio efectivo real basado en el IPCA se depreció ligeramente en 2021. En términos interanuales, también se había depreciado en agosto de 2022.

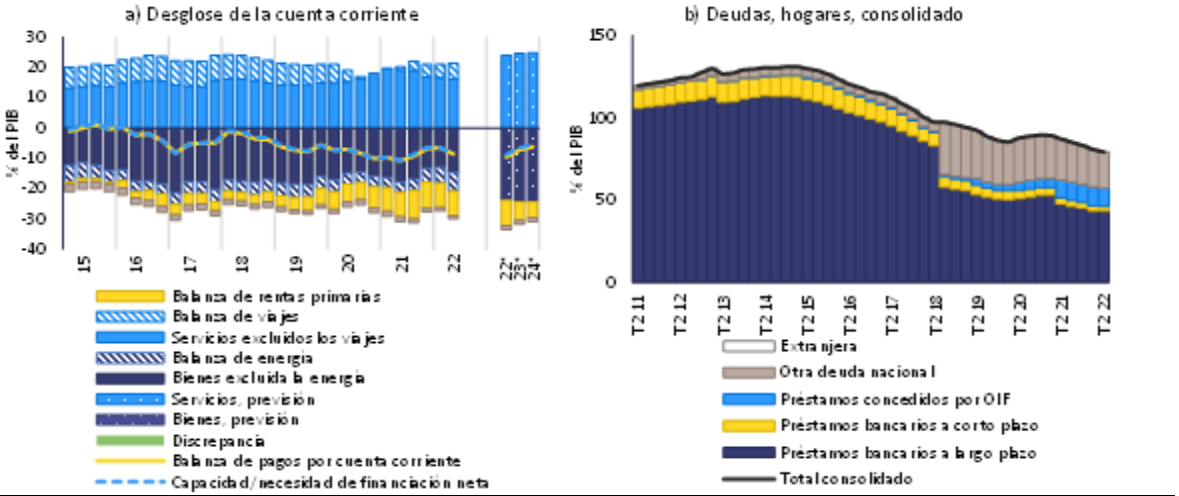
- La ratio de **endeudamiento de las sociedades no financieras** con respecto al PIB sigue siendo una de las más elevadas de la UE, pero tiende a la baja. Siguió disminuyendo en el primer semestre de 2022, pero sigue estando por encima de los valores de referencia tanto prudenciales como fundamentales. La elevada proporción de deuda externa de las entidades no financieras propietarias de buques con cometido especial y los elevados colchones de liquidez mitigan los riesgos. Los préstamos dudosos a empresas de los bancos siguen siendo elevados y también existen préstamos dudosos en manos de empresas adquirentes de crédito. La ratio de endeudamiento de los hogares con respecto al PIB también se encuentra entre las más elevadas de la UE y está por encima de su valor de referencia prudencial estimado. Sin embargo, la ratio disminuyó en 2021 y siguió disminuyendo en el primer semestre de 2022. Parte de la deuda de los hogares consiste en préstamos dudosos mantenidos por bancos o empresas adquirentes de créditos. La suspensión reiterada de las ejecuciones hipotecarias socava la disciplina de pago. Es probable que el aumento de los tipos de interés ejerza presión

sobre la capacidad de servicio de la deuda de las SNF y de los hogares, a medida que prevalece la deuda a tipo de interés variable.

- Sigue preocupando la ratio de **deuda pública** con respecto al PIB. La ratio de deuda pública disminuyó hasta el 101 % del PIB en 2021 y se prevé que siga disminuyendo, hasta situarse por debajo del nivel de 2019 en 2022. Los diferenciales de deuda soberana tienden a ser más elevados que en otros miembros de la zona del euro. Se prevé que el saldo fiscal se convierta en superávit en 2022 y que los superávits primarios previstos mantengan las necesidades brutas de financiación pública en niveles relativamente bajos. Además, Chipre cuenta con un importante colchón de liquidez. Los riesgos para la sostenibilidad de la política fiscal son medios tanto a medio como a largo plazo.

- El **sector bancario** ha demostrado ser resiliente, aunque tiene retos pendientes. En 2021, el volumen de préstamos dudosos siguió disminuyendo hasta alrededor del 5,6 % como consecuencia de las ventas de activos, mientras que en 2022 se mantuvo estable. El impacto de la pandemia es visible en el aumento de la proporción de préstamos clasificados como de mayor riesgo. La ratio de préstamos de fase 2 y la proporción de préstamos refinanciados se sitúan muy por encima de la media de la zona del euro. No obstante, hasta la fecha se han limitado los nuevos impagos tras el levantamiento de las moratorias. Aunque la ratio de capital de nivel 1 está próxima a la media de la UE, la rentabilidad de los recursos propios es una de las más bajas de la UE y solo pasó a ser ligeramente positiva en 2021. Se espera que el aumento de los tipos de interés aumente los ingresos netos por intereses de los bancos, dado el considerable volumen de efectivo de los bancos y el predominio de los préstamos con tipo de interés variable. Sin embargo, la calidad de los activos podría deteriorarse con el estrechamiento de los balances del sector privado.

Gráfico 3.13.1: **Gráficos seleccionados: Chipre**



Fuente: Eurostat, Comext y los servicios de la Comisión Europea

Cuadro 3.13.1: **Indicadores económicos y financieros clave: Chipre**

	Umbrales	Valor de referencia I	Valor de referencia II	2019	2020	2021	previsiones 2022	previsiones 2023
Posición exterior								
Balanza de pagos por cuenta corriente, balanza de pagos (% del PIB, media tres años)	– 4 %,6 %			-05	-07	-08	-09	-08
Balanza de pagos por cuenta corriente, balanza de pagos (% del PIB)		-02 (1)	-01 (2)	-06	-10	-07	-10	-07
Posición de inversión internacional neta (en % del PIB)	-35%	-59 (3)	-40 (4)	-115	-105	-116	-105	-106
NENDI - PIIN excluidos los instrumentos sin riesgo de impago (en % del PIB) (5)				-155,3	-111,4	-76,4		
Competitividad								
Índice de costes laborales unitarios nominales (variación % tres años)	9 % (2F) 12 % (zona no euro)			05	07	04 p	02	06
Índice de costes laborales unitarios nominales (variación % trimestral)				03	03	-01 p	01	07
Tipo de cambio efectivo real – 42 socios comerciales, deflactor del IPCA (variación % tres años)	± 5 % (2F) ± 11 % (zona no euro)			00	00	-02	-06	-09
Tipo de cambio efectivo real – 42 socios comerciales, deflactor del IPCA (variación % un año)				-02	01	-01	-00	-03
Cuota de mercado de las exportaciones – % de exportaciones mundiales (variación % cinco años)	– 6 %			25	39	25	25	20
Cuota de mercado de las exportaciones – % de exportaciones mundiales (variación % un año)				05	14	-03	04	-01
Deuda del sector privado								
Deuda del sector privado, consolidado (% del PIB)	133 %			266	270	248 p	228	213
Flujo de crédito al sector privado, consolidado (% del PIB)	14 %			-01	-01	04 p	03	00
Deuda de los hogares, consolidado (% del PIB)		46 (6)	93 (7)	86,2	89,4	83,0	77,4	74,5
Deuda de sociedades no financieras, consolidado (% del PIB)		81 (6)	137 (7)				150,8	138,5
Mercado de la vivienda								
Índice de precios de la vivienda, deflactado (variación % un año)	6 %			03	01	-04	-06	-04
Índice de precios de la vivienda, nominal (variación % un año)		-14 (8)		3,7	-0,2	-3,4	0,9	3,3
Deuda pública								
Deuda bruta de las administraciones públicas (% del PIB)	60 %			90	114	101	90	84
Saldo de las administraciones públicas (en % del PIB)				1,3	-5,8	-4,7	1,1	1,1
Sector bancario								
Total de los pasivos del sector financiero, no consolidado (variación % un año)	16,5 %			08	-07	-01	00	
Rentabilidad de los recursos propios (%)				3,6	-3,3	6,6		
Ratio de capital ordinario de nivel 1		10,6 (9)		17,4	17,6	17,6		
Préstamos dudosos brutos, entidades nacionales y extranjeras (% de los préstamos brutos)				18,1e	11,0e	5,6p	5,6	
Mercado laboral								
Tasa de desempleo (media tres años)	10 %			09	08	07	07	07
Tasa de desempleo (nivel anual)		09 (10)		07	08	06	07	07
Tasa de actividad – % del total de la población de 15-64 años (variación tres años en puntos porcentuales)	-0,2 pp			03	02	02	01	00
Tasa de desempleo a largo plazo – % de población activa de 15-74 años (variación tres años en puntos porcentuales)	0,5 pp			-01	-02	00		
Tasa de actividad – % de la población activa de 15-24 años (variación tres años en puntos porcentuales)	2 pp			-13	-07	03		

Notas: Véase el anexo 1

Fuente: Servicios de la Comisión, Eurostat y BCE; Comisión Europea en el caso de las previsiones (otoño de 2022)

3.14. LETONIA

En Letonia, las inquietudes relacionadas con la competitividad de costes y la evolución de los precios de la vivienda ya existían antes de la pandemia de COVID-19, y están aumentando. Se prevé que los costes laborales unitarios nominales sigan aumentando, impulsados por el debilitamiento del crecimiento de la productividad. El crecimiento de los precios nominales de la vivienda sigue siendo rápido y ha repuntado más recientemente, lo que ha dado lugar a una ligera sobrevaloración, aunque la deuda de los hogares es baja. El aumento de los precios de la energía se ha extendido a la inflación subyacente, que se encuentra entre las más altas de la UE y ha contribuido a un debilitamiento de la balanza por cuenta corriente.

En el anterior ciclo del PDM, la Comisión no llevó a cabo un examen exhaustivo ni detectó desequilibrios macroeconómicos en Letonia. Este año, la Comisión considera oportuno examinar las nuevas vulnerabilidades emergentes y sus implicaciones en un examen exhaustivo de Letonia.

Se prevé un crecimiento del PIB real del 1,9 % en 2022 y del –0,3 % en 2023. La inflación es una de las más altas de la zona del euro. En términos interanuales, bajó al 21,8 % en octubre, estimándose una inflación subyacente del 8,9 % en septiembre. Se prevé que los precios aumenten más rápidamente que los salarios.

La lectura del cuadro de indicadores de Letonia muestra que, en 2021, cuatro indicadores superaron sus umbrales indicativos, a saber, el crecimiento del coste laboral unitario nominal, el crecimiento de los precios reales de la vivienda, la variación de las tasas de actividad y la variación del desempleo juvenil. La lectura económica del cuadro de indicadores pone de relieve los siguientes fenómenos relevantes:

- Los riesgos de **sostenibilidad exterior** son limitados a pesar del empeoramiento de las perspectivas. La balanza de pagos por cuenta corriente pasó a ser negativa en 2021, alcanzando el –4,2 %, y se prevé que siga deteriorándose en 2022, debido principalmente al aumento de los costes de las importaciones de energía. El déficit público aumentó significativamente durante la crisis de la COVID-19, alcanzando el 7 % en 2021, y se prevé que se mantenga en torno a este nivel en 2022 antes de reducirse en 2023. Sin embargo, la posición de inversión internacional neta (PIIN) siguió mejorando y alcanzó el –27,4 % del PIB en 2021. Dado que los pasivos de Letonia consisten principalmente en bonos del Gobierno e inversión extranjera directa, la PIIN, excluidos los instrumentos sin riesgo de impago, es positiva.

- Los problemas de **competitividad de costes** ya existían antes de la pandemia de COVID-19 y siguen persistiendo. El crecimiento de los costes laborales unitarios nominales disminuyó hasta el 4 % en 2021, pero se prevé que vuelva a subir fuertemente en 2022 y siga siendo elevado en 2023. La elevada inflación puede ejercer una presión adicional sobre el crecimiento de los salarios y se espera que el empeoramiento de las perspectivas económicas reduzca el crecimiento de la productividad. Aunque la inflación ha sido especialmente elevada, el tipo de cambio efectivo real basado en el IPCA se apreció ligeramente en 2021, y también se apreció en agosto de 2022.

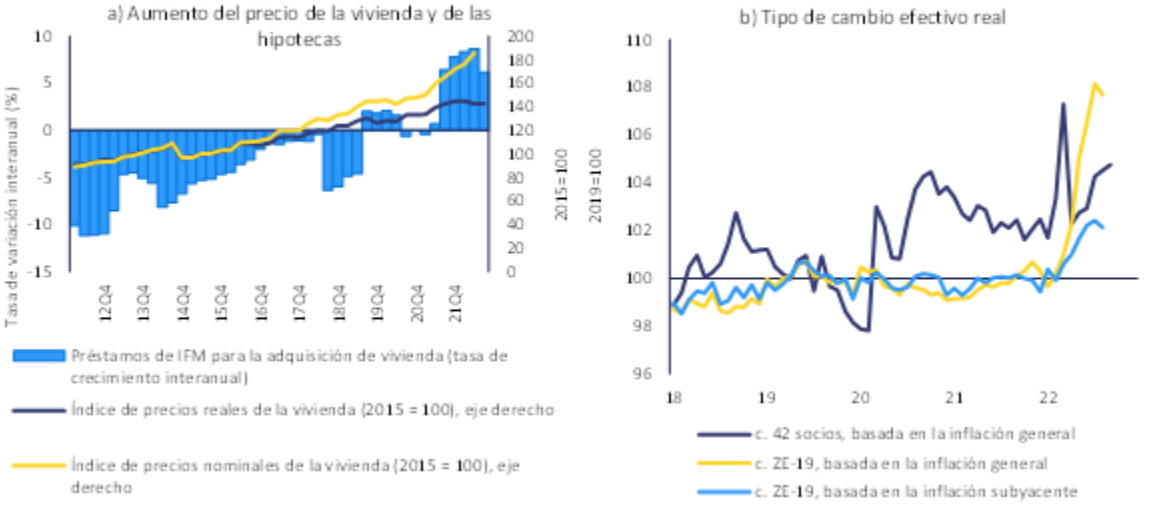
- El alto crecimiento de los **precios de la vivienda** sigue siendo motivo de preocupación. El crecimiento de los precios nominales de la vivienda se situó en el 10,9 % en 2021 y se aceleró significativamente en el primer semestre de 2022. El crecimiento interanual de los precios nominales de la vivienda se situó en el 16,5 % en el segundo trimestre de 2022. Esta aceleración se produce tras una década en la que el crecimiento de los precios de la vivienda se mantuvo prácticamente en consonancia con el crecimiento de los salarios. En 2021, se estimó que los precios de la vivienda estaban sobrevalorados en un 10 %. Los préstamos hipotecarios son moderados y la deuda de los hogares es baja y decreciente.

- El **sector bancario** es sólido y está bien capitalizado. La rentabilidad mejoró en 2021 por encima de la media de la UE y la ratio de préstamos dudosos disminuyó más de 2 puntos

porcentuales, hasta el 2,1 %. La evolución del crédito ha sido moderada y la deuda del sector privado ha seguido disminuyendo.

- El **mercado laboral** se deterioró durante la crisis de la COVID-19 y no se ha recuperado plenamente. La tasa de desempleo bajó al 7,6 % en 2021 y se prevé que disminuya en 2022 antes de volver a aumentar en 2023. La tasa de actividad disminuyó significativamente en 2021, rompiendo una tendencia de mejora de casi diez años, pero se prevé que empiece a aumentar de nuevo en 2022. El desempleo juvenil no ha mejorado tras el aumento registrado en 2020.

Gráfico 3.14.1: **Gráficos seleccionados: Letonia**



Fuente: Eurostat y servicios de la Comisión Europea

Cuadro 3.14.1: **Indicadores económicos y financieros clave: Letonia**

	Umbrales	Valor de referencia I	Valor de referencia II	2019	2020	2021	previsiones 2022	previsiones 2023
Posición exterior								
Balanza de pagos por cuenta corriente, balanza de pagos (% del PIB, media tres años)	– 4 %,6 %			0,0	0,1	-0,1	-0,3	-0,7
Balanza de pagos por cuenta corriente, balanza de pagos (% del PIB)		0,0 (1)	-0,4 (2)	-0,1	0,3	-0,4	-0,8	-0,8
Posición de inversión internacional neta (en % del PIB)	-35%	-51 (3)	-13 (4)	-4,0	-3,4	-2,7	-2,4	-2,5
NENDI - PIIN excluidos los instrumentos sin riesgo de impago (en % del PIB) (5)				5,8	14,1	18,9		
Competitividad								
Índice de costes laborales unitarios, nominales (variación % tres años)	9 % (ZE) 12 % (zona no euro)			1,5	1,6	1,5	2,2	2,6
Índice de costes laborales unitarios, nominales (variación % interanual)				0,5	0,5	0,4	1,2	0,7
Tipo de cambio efectivo real – 42 socios comerciales, deflactor del IPCA (variación % tres años)	± 5 % (ZE) ± 11 % (zona no euro)			0,4	0,6	0,2	-0,3	-0,8
Tipo de cambio efectivo real – 42 socios comerciales, deflactor del IPCA (variación % un año)				0,0	0,2	0,0	-0,5	-0,3
Cuota de mercado de las exportaciones – % de exportación real mundiales (variación % cinco años)	– 6 %			0,3	2,0	1,3	1,6	1,0
Cuota de mercado de las exportaciones – % de exportación real mundiales (variación % un año)				-0,1	1,2	-0,2	0,4	-0,2
Deuda del sector privado								
Deuda del sector privado, consolidado (% del PIB)	133 %			6,0	6,5	5,8	5,3	5,1
Flujo de crédito al sector privado, consolidado (% del PIB)	14 %			0,1	-0,2	0,1	0,2	0,3
Deuda de los hogares, consolidado (% del PIB)		6,2 (6)	18 (7)	20,2	20,3	19,4	18,1	18,1
Deuda de sociedades no financieras, consolidado (% del PIB)		6,1 (6)	69 (7)				35,0	33,3
Mercado de la vivienda								
Índice de precios de la vivienda, deflactado (variación % un año)	6 %			0,6	0,3	0,7	-0,3	-0,2
Índice de precios de la vivienda, nominal (variación % un año)		10 (8)		9,0	3,5	10,9	11,1	-0,4
Deuda pública								
Deuda bruta de las administraciones públicas (% del PIB)	60 %			37	4,2	4,4	4,2	4,4
Saldo de las administraciones públicas (en % del PIB)				-0,6	-4,3	-7,0	-7,1	-3,4
Sector bancario								
Total de los pasivos del sector financiero, no consolidado (variación % un año)	16,5 %			0,5	1,1	1,3	0,2	
Rentabilidad de los recursos propios (%)				9,6	5,2	4,5		
Ratio de capital ordinario de nivel 1		10,6 (9)		22,0	25,7	29,2		
Préstamos dudosos, brutos, entidades nacionales y extranjeras (% de los préstamos brutos)				3,6e	4,6e	2,1p	1,8	
Mercado laboral								
Tasa de desempleo (media tres años)	10 %			0,8	0,7	0,7	0,6	0,6
Tasa de desempleo (nivel anual)		0,7 (10)		0,6	0,8	0,8	0,7	0,8
Tasa de actividad – % del total de la población de 15-64 años (variación tres años, en puntos porcentuales)	-0,2 pp			0,1	0,1	-0,2	0,2	0,3
Tasa de desempleo a largo plazo - % de población activa de 15-74 años (variación tres años en puntos porcentuales)	0,5 pp			-0,2	-0,1	-0,1		
Tasa de desempleo juvenil – % de población activa de 15-24 años (variación tres años en puntos porcentuales)	2 pp			-0,5	-0,2	0,3		

Notas: Véase el anexo 1

Fuente: Servicios de la Comisión, Eurostat y BCE; Comisión Europea en el caso de las previsiones (otoño de 2022)

3.15. LITUANIA

En Lituania, la preocupación por la competitividad de los costes ya existía antes de la pandemia de COVID-19 y la evolución actual la pone de relieve. El crecimiento de los costes laborales unitarios nominales ha sido intenso en los últimos años y se prevé que siga siendo elevado, mientras que la inflación subyacente también ha sido elevada en comparación con los homólogos de Lituania en la zona del euro. El crecimiento de los precios nominales de la vivienda está entre los más elevados de la UE, y el crecimiento de los préstamos continúa.

En el anterior ciclo del PDM, la Comisión no llevó a cabo un examen exhaustivo ni detectó desequilibrios macroeconómicos en Lituania. Este año, la Comisión considera oportuno examinar las nuevas vulnerabilidades emergentes y sus implicaciones en un examen exhaustivo de Lituania.

Se prevé un crecimiento del PIB real del 2,5 % en 2022 y del 0,5 % en 2023. La inflación es elevada, incluso en comparación con los socios comerciales de Lituania en la zona del euro. En términos interanuales, bajó al 22 % en octubre de 2022, estimándose una inflación subyacente del 11,9 % en septiembre. Se prevé que los precios aumenten más rápidamente que los salarios.

La lectura del cuadro de indicadores de Lituania muestra que, en 2021, cinco indicadores superaron sus umbrales indicativos, a saber, el crecimiento de los costes laborales unitarios nominales, el crecimiento de los precios reales de la vivienda, el crecimiento de los pasivos del sector financiero, la variación de la tasa de desempleo de larga duración y la variación del desempleo juvenil. La lectura económica del cuadro de indicadores pone de relieve los siguientes fenómenos relevantes:

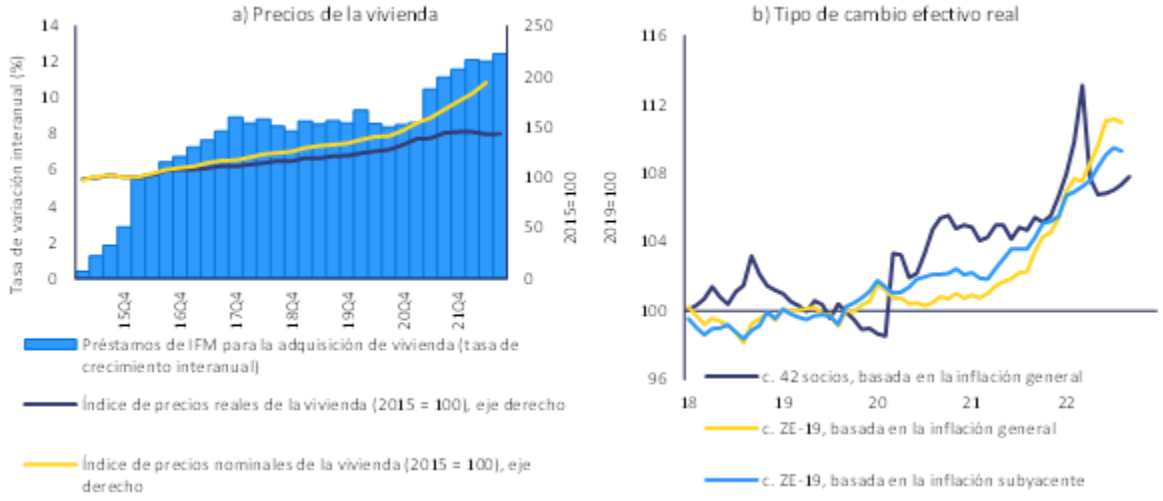
- Los problemas de **sostenibilidad exterior** siguen siendo limitados a pesar del empeoramiento de las perspectivas. El superávit de la balanza de pagos por cuenta corriente se redujo al 1,1 % en 2021, interrumpiendo su aumento temporal durante la pandemia e impulsado por el empeoramiento de la balanza comercial tanto de la energía como de otros bienes. Para 2022 se prevé un deterioro de la balanza de pagos por cuenta corriente hasta alcanzar un déficit considerable. Tras haberse reducido sustancialmente en 2021, se prevé que el déficit público aumente hasta el 1,9 % en 2022 y siga aumentando en 2023. La posición de inversión internacional neta (PIIN) está casi equilibrada y se prevé que siga mejorando. Dado que sus pasivos consisten en gran medida en inversiones extranjeras directas, la PIIN, una vez deducidos los instrumentos sin riesgo de impago, es positiva.

- Los problemas de **competitividad de costes**, que ya existían antes de la pandemia de COVID-19, siguen siendo graves. Los costes laborales unitarios nominales han aumentado considerablemente en los últimos años y se prevé que su crecimiento se acelere en 2022, en el contexto de los fuertes aumentos salariales nominales de Lituania. Se prevén nuevos aumentos, aunque considerablemente menos pronunciados, para el resto del período de previsión. El tipo de cambio efectivo real basado en el IPCA se apreció en 2021. No obstante, en términos interanuales, se ha mantenido prácticamente sin cambios en agosto de 2022.

- El alto crecimiento de los **precios de la vivienda** sigue siendo motivo de preocupación. El crecimiento de los precios nominales de la vivienda se aceleró del 7,3 % en 2020 al 16,1 % en 2021, uno de los ritmos más altos de la UE. El crecimiento interanual de los precios nominales de la vivienda aumentó hasta el 22,1 % en el segundo trimestre de 2022. Para 2021, los parámetros de los precios de la vivienda no apuntan a posibles signos de sobrevaloración. Los préstamos a los hogares han repuntado en los últimos meses.

- La **tasa de desempleo** reanudó su tendencia a la baja, alcanzando el 7,1 % en 2021 y se prevé que disminuya también en 2022 antes de volver a aumentar en 2023. La tasa de desempleo sigue siendo superior a la de muchos otros países de la UE, mientras que la tasa de vacantes ha aumentado hasta un nivel históricamente alto. La tasa de desempleo de larga duración aumentó ligeramente en 2021. La tasa de desempleo juvenil disminuyó en 2021.

Gráfico 3.15.1: **Gráficos seleccionados: Lituania**



Fuente: Eurostat y servicios de la Comisión Europea

Cuadro 3.15.1: **Indicadores económicos y financieros seleccionados: Lituania**

	Umbrales	Valor de referencia I	Valor de referencia II	2019	2020	2021	previsiones 2022	previsiones 2023
Posición exterior								
Balanza de pagos por cuenta corriente, balanza de pagos (% del PIB, media tres años)	– 4 %/6 %			0,2	0,6	0,4	0,2	-0,2
Balanza de pagos por cuenta corriente, balanza de pagos (% del PIB)		0 % (1)	-4,0 (2)	0,4	0,7	0,1	-0,4	-0,3
Posición de inversión internacional neta (en % del PIB)	-35 %	-41 (3)	0 % (4)	-24	-16	-17	-20	-24
NENDI – PEPI excluidos los instrumentos sin riesgo de impago (en % del PIB) (5)				5,6	15,2	22,2		
Competitividad								
Índice de costes laborales unitarios nominales (variación % tres años)	9 % (ZE) 12 % (zona no euro)			1,7	1,7	1,9	2,0	2,1
Índice de costes laborales unitarios nominales (variación % interanual)				0,6	0,5	0,7	1,2	0,3
Tipo de cambio efectivo real – 42 socios comerciales, deflactor del IPCA (variación % tres años)	± 5 % (ZE) ± 11 % (zona no euro)			0,4	0,7	0,4	-0,1	-0,9
Tipo de cambio efectivo real – 42 socios comerciales, deflactor del IPCA (variación % un año)				-0,1	0,3	0,2	-0,6	-0,5
Cuota de mercado de las exportaciones – % de exportaciones mundiales (variación % cinco años)	– 6 %			1,6	3,9	3,8	3,0	2,2
Cuota de mercado de las exportaciones – % de exportaciones mundiales (variación % un año)				0,7	0,9	0,3	0,3	-0,2
Deuda del sector privado								
Deuda del sector privado, consolidado (% del PIB)	133 %			5,5	5,6	5,4	5,1	4,7
Flujo de crédito al sector privado, consolidado (% del PIB)	14 %			0,3	0,0	0,6	0,6	0,6
Deuda de los hogares, consolidado (% del PIB)		6 % (6)	15 % (7)	23,0	24,2	23,6	22,6	22,7
Deuda de sociedades no financieras, consolidado (% del PIB)		87 % (6)	49 % (7)				26,5	24,1
Mercado de la vivienda								
Índice de precios de la vivienda, deflactado (variación % un año)	6 %			0,5	0,6	1,1	-0,2	-0,3
Índice de precios de la vivienda, nominal (variación % un año)		-9 % (8)		6,8	7,3	16,1	14,1	2,8
Deuda pública								
Deuda bruta de las administraciones públicas (% del PIB)	60 %			36	46	44	38	41
Saldo de las administraciones públicas (en % del PIB)				0,5	-7,0	-4,0	-4,9	-4,4
Sector bancario								
Total de los pasivos del sector financiero, no consolidado (variación % un año)	16,5 %			0,6	3,6	2,5	0,8	
Rentabilidad de los recursos propios (%)				14,5	10,0	10,4		
Ratio de capital ordinario de nivel 1		10,6 (9)		19,5	21,5	23,2		
Préstamos dudosos brutos, entidades nacionales y extranjeras (% de los préstamos brutos)				1,7 e	2,2 e	1,2 p	1,0	
Mercado laboral								
Tasa de desempleo (media tres años)	10 %			0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
Tasa de desempleo (nivel anual)		0,6 (10)		0,6	0,8	0,7	0,6	0,7
Tasa de actividad – % del total de la población de 15-64 años (variación tres años en puntos porcentuales)	-0,2 pp			0,3	0,3	0,1	0,1	-0,1
Tasa de desempleo a largo plazo – % de población activa de 15-74 años (variación tres años en puntos porcentuales)	0,5 pp			-0,1	0,0	0,1		
Tasa de desempleo juvenil – % de población activa de 15-24 años (variación tres años en puntos porcentuales)	2 pp			-0,3	0,6	0,3		

Notas: Véase el anexo 1

Fuente: Servicios de la Comisión, Eurostat y BCE; Comisión Europea en el caso de las previsiones (otoño de 2022)

3.16. LUXEMBURGO

En Luxemburgo, han aumentado las preocupaciones relacionadas con la evolución de los precios de la vivienda y el elevado endeudamiento de los hogares. El crecimiento de los precios nominales de la vivienda está entre los más elevados de la UE, lo que hace temer una sobrevaloración y un elevado endeudamiento de los hogares. La deuda de los hogares en porcentaje de la renta bruta disponible de los hogares está disminuyendo, pero sigue siendo muy elevada. El sector bancario es estable, pero se enfrenta a algunos riesgos. En un contexto de crecimiento continuado de los costes laborales unitarios, pueden surgir algunos problemas de competitividad.

En el anterior ciclo del PDM, la Comisión no llevó a cabo un examen exhaustivo ni detectó desequilibrios macroeconómicos en Luxemburgo. Este año, la Comisión considera oportuno examinar las nuevas vulnerabilidades emergentes y sus implicaciones en un examen exhaustivo de Luxemburgo.

Se prevé un crecimiento del PIB real del 1,5 % en 2022 y del 1 % en 2023. La inflación es elevada. En términos interanuales, se mantuvo en el 8,8 % en octubre, mientras que la inflación subyacente se estima en el 4,9 % en septiembre, cifra inferior a la de muchos otros países de la zona del euro. Se prevé que los precios aumenten más rápidamente que los salarios.

La lectura del cuadro de indicadores de Luxemburgo muestra que, en 2021, cinco indicadores superaron sus umbrales indicativos, a saber, el crecimiento de los costes laborales unitarios nominales, el crecimiento de los precios reales de la vivienda, el flujo de crédito al sector privado, la deuda del sector privado y la variación del desempleo juvenil. La lectura económica del cuadro de indicadores pone de relieve los siguientes fenómenos relevantes:

- La **competitividad de costes** puede convertirse en un problema. Los costes laborales unitarios nominales aumentaron un 3,9 % en 2021 y se prevé que lo hagan en mayor medida en 2022 y 2023. Se espera que el amplio paquete de medidas adoptadas para frenar la inflación modere los aumentos salariales nominales en el futuro. El tipo de cambio efectivo real basado en el IPCA se apreció ligeramente en 2021. En términos interanuales, se depreció en agosto de 2022.

- La ratio de **endeudamiento de las sociedades no financieras** con respecto al PIB es la más elevada de la UE, aunque se redujo moderadamente, hasta el 274 % del PIB en 2021. Se mantiene por encima de los valores de referencia tanto prudenciales como fundamentales y sigue siendo 31 puntos porcentuales superior a la de 2019. La elevada proporción de préstamos transfronterizos intragrupo en la deuda de las empresas reduce estos riesgos. Con un 11 %, el porcentaje de préstamos a empresas denominados en moneda extranjera es uno de los más altos de los países de la zona del euro. La ratio de deuda de las sociedades no financieras disminuyó en el primer semestre de 2022, pero existen factores de riesgo asociados al entorno macroeconómico. Los flujos de crédito a las sociedades no financieras disminuyeron, pero también siguieron siendo muy elevados, situándose en el 16,7 % del PIB.

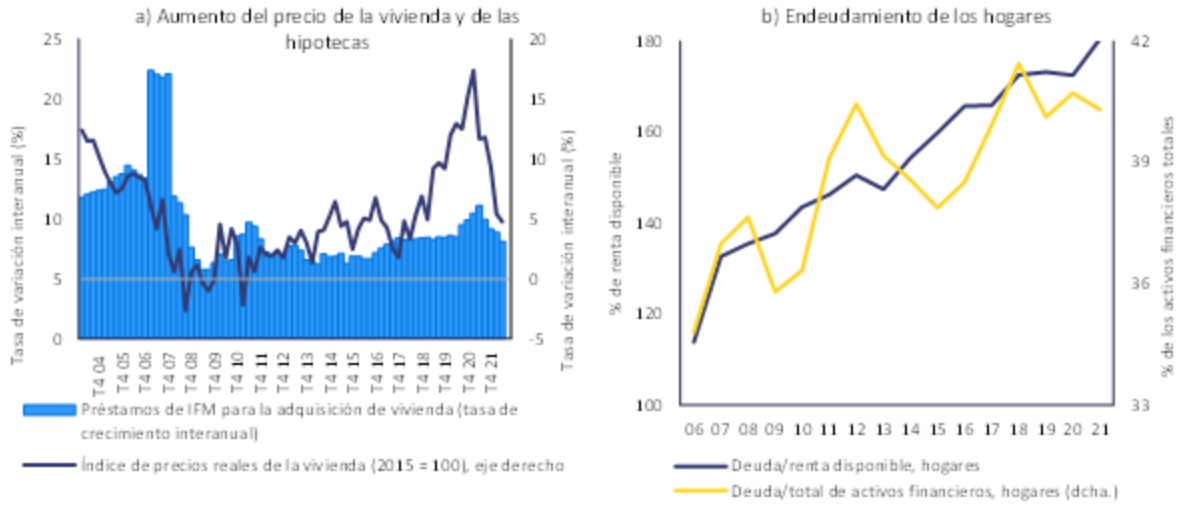
- La **deuda de los hogares** en porcentaje de la renta bruta disponible de los hogares está disminuyendo, aunque sigue siendo una de las más elevadas de la UE. Los flujos netos de crédito a los hogares se moderaron en el segundo trimestre de 2022. El *stock* de deuda ha disminuido como consecuencia del crecimiento del PIB nominal y siguió disminuyendo en el primer semestre de 2022. Los costes de financiación de los hogares comenzaron a aumentar, debido, en parte, al elevado porcentaje de hipotecas a tipo de interés variable y en consonancia con el aumento de la zona del euro, y los criterios de concesión de préstamos hipotecarios se han endurecido.

- El altísimo **crecimiento de los precios de la vivienda** sigue siendo motivo de preocupación. El crecimiento de los precios nominales de la vivienda sigue siendo muy elevado, con un 13,9 % en 2021, frente al 14,5 % de 2020, siendo uno de los ritmos más altos de la UE. El crecimiento interanual de los precios nominales de la vivienda se situó en el 11,5 % en el segundo trimestre

de 2022. Una de las ratios precios/renta más elevadas de la UE plantea problemas de asequibilidad. Con un 61 %, los precios de la vivienda se estimaron como los más sobrevalorados según el modelo de valoración de la Comisión en 2021, entre los Estados miembros de la UE. El riesgo de una fuerte corrección de los precios de la vivienda es limitado debido a las restricciones de la oferta, pero ha aumentado debido al endurecimiento de las condiciones de financiación y a un menor crecimiento.

- **El sector bancario** es estable, pero se enfrenta a algunos riesgos. Los bancos están bien capitalizados y disponen de liquidez. La rentabilidad aumentó en 2021, pero se mantuvo muy por debajo de la media de la UE. La ratio de préstamos dudosos es la más baja de la UE. El dinámico crecimiento de las hipotecas, a pesar de una reciente desaceleración, representa un riesgo principal para el sector bancario, en un contexto de ya elevado endeudamiento de los hogares y sobrevaloración de los precios de la vivienda.

Gráfico 3.16.1: **Gráficos seleccionados: Luxemburgo**



Fuente: Eurostat y servicios de la Comisión Europea

Cuadro 3.16.1: **Indicadores económicos y financieros seleccionados: Luxemburgo**

	Umbrales	Valor de referencia I	Valor de referencia II	2019	2020	2021	previsiones 2022	previsiones 2023
Posición exterior								
Balanza de pagos por cuenta corriente, balanza de pagos (% del PIB, media tres años)	– 4 %/6 %			0,4	0,4	0,4	0,4	0,3
Balanza de pagos por cuenta corriente, balanza de pagos (% del PIB)		0,5 (1)	0,3 (2)	0,3	0,5	0,5	0,3	0,3
Posición de inversión internacional neta (en % del PIB)	-35%	-171 (3)	54 (4)	6,8	9,8	3,1	3,4	3,5
NEIDI – PIIN excluidos los instrumentos sin riesgo de impago (en % del PIB) (5)				-415,3,8	-417,2,4	-476,6,5		
Competitividad								
Índice de costes laborales unitarios nominales (variación % tres años)	9 % (ZE) 12 % (zona no euro)			1,5	1,3	1,1 p	1,5	1,7
Índice de costes laborales unitarios nominales (variación % interanual)				0,3	0,4	0,4 p	0,7	0,8
Tipo de cambio efectivo real – 42 socios comerciales, deflactor del IPCA (variación % tres años)	±5 % (ZE) ± 11 % (zona no euro)			0,2	0,2	0,1	-0,2	-0,5
Tipo de cambio efectivo real – 42 socios comerciales, deflactor del IPCA (variación % un año)				0,1	0,0	0,1	-0,3	-0,3
Cuota de mercado de las exportaciones – % de exportaciones mundiales (variación % cinco años)	– 6 %			0,7	1,8	1,3	1,4	1,4
Cuota de mercado de las exportaciones – % de exportaciones mundiales (variación % un año)				0,3	1,5	0,1	-0,1	-0,1
Deuda del sector privado								
Deuda del sector privado, consolidado (% del PIB)	133 %			31,1	32,0	34,1 p	33,0	31,0
Flujo de crédito al sector privado, consolidado (% del PIB)	14 %			2,5	4,3	5,4 p	1,2	0,8
Deuda de los hogares, consolidado (% del PIB)		92 (6)	88 (7)	67,2	68,5	66,0	67,2	67,8
Deuda de sociedades no financieras, consolidado (% del PIB)		105 (6)	90 (7)				262,5	242,3
Mercado de la vivienda								
Índice de precios de la vivienda, deflactado (variación % un año)	6 %			0,6	1,3	1,2	0,4	0,2
Índice de precios de la vivienda, nominal (variación % un año)		6,1 (8)		10,1	14,5	13,9	10,0	3,1
Deuda pública								
Deuda bruta de las administraciones públicas (% del PIB)	60 %			2,2	2,5	2,5	2,4	2,6
Saldo de las administraciones públicas (en % del PIB)				2,2	-3,4	0,8	-0,1	-1,7
Sector bancario								
Total de los pasivos del sector financiero, no consolidado (variación % un año)	16,5 %			0,4	-0,3	1,1	0,0	
Rentabilidad de los recursos propios (%)				5,2	4,4	5,5		
Ratio de capital ordinario de nivel 1		10,6 (9)		18,8	19,5	18,3		
Préstamos dudosos brutos, entidades nacionales y extranjeras (% de los préstamos brutos)				0,8e	0,7e	0,6p	0,7	
Mercado laboral								
Tasa de desempleo (media tres años)	10 %			0,6	0,6	0,6	0,6	0,5
Tasa de desempleo (nivel anual)		0,6 (10)		0,6	0,7	0,5	0,5	0,5
Tasa de actividad – % del total de la población de 15-64 años (variación tres años en puntos porcentuales)	-0,2 pp			0,2	0,2	0,2	-0,1	-0,2
Tasa de desempleo a largo plazo - % de población activa de 15-74 años (variación tres años en puntos porcentuales)	0,5 pp			0,1	0,0	0,0		
Tasa de desempleo juvenil – % de población activa de 15-24 años (variación tres años en puntos porcentuales)	2 pp			0,2	0,5	0,3		

Notas: Véase el anexo 1

Fuente: Servicios de la Comisión, Eurostat y BCE; Comisión Europea en el caso de las previsiones (otoño de 2022)

3.17. HUNGRÍA

En Hungría, siguen aumentando las preocupaciones relacionadas con la sostenibilidad exterior, la competitividad de costes, la sostenibilidad fiscal y la evolución de los precios de la vivienda. El déficit de la balanza por cuenta corriente aumentó en 2021 y se prevé que siga aumentando, y el tipo de cambio ha seguido una tendencia a la depreciación. Los aumentos de los costes laborales unitarios han sido muy elevados durante años y siguen siendo fuertes, y la competitividad de los costes se ha mantenido hasta ahora gracias a la depreciación nominal. El crecimiento de los precios nominales de la vivienda ha sido recientemente uno de los más altos de la UE, en un contexto de oferta limitada y de sobrevaloración de los precios de la vivienda según las estimaciones. El déficit público sigue siendo elevado.

En el anterior ciclo del PDM, la Comisión no llevó a cabo un examen exhaustivo ni detectó desequilibrios macroeconómicos en Hungría. Este año, la Comisión considera oportuno examinar las nuevas vulnerabilidades emergentes y sus implicaciones en un examen exhaustivo de Hungría.

Se prevé un crecimiento del PIB real del 5,5 % en 2022 y del 0,1 % en 2023. La inflación es muy elevada, incluso en comparación con los socios comerciales de Hungría en la zona del euro. En términos interanuales, se elevó al 20,7 % en septiembre, estimándose la inflación subyacente en el 13,2 %. Se prevé que los precios aumenten más rápidamente que los salarios.

La lectura del cuadro de indicadores de Hungría muestra que, en 2021, cinco indicadores superaron sus umbrales indicativos, a saber, la posición de inversión internacional neta, el crecimiento del coste laboral unitario nominal, el crecimiento de los precios reales de la vivienda, la deuda pública y la variación del desempleo juvenil. La lectura económica del cuadro de indicadores pone de relieve los siguientes fenómenos relevantes:

- Los riesgos de **sostenibilidad exterior** han aumentado en un contexto de deterioro de los flujos exteriores. El déficit por cuenta corriente aumentó hasta el 4 % del PIB en 2021, con un claro aumento en curso en 2022. Las grandes importaciones netas de energía de Hungría hacen que el saldo exterior sea sensible a la evolución de los precios internacionales de la energía. La posición de inversión internacional neta (PIIN) negativa se mantuvo prácticamente sin cambios en 2021. La PIIN, excluidos los instrumentos sin riesgo de impago está prácticamente equilibrada. Las reservas de divisas cubren algo más de tres meses de importaciones y superan la deuda externa a corto plazo.

- Persiste la preocupación por la **competitividad de costes** que ya existía antes de la pandemia de COVID-19. Las continuas depreciaciones nominales del forinto han compensado en parte los importantes aumentos de los costes laborales unitarios nominales de los últimos años. Los costes laborales unitarios volvieron a aumentar en 2021, en un contexto de tensiones en el mercado de trabajo, y se prevé que aumenten considerablemente en 2022 y 2023. El tipo de cambio efectivo real basado en el IPCA se mantuvo prácticamente sin cambios en 2021 y luego se depreció fuertemente en agosto de 2022.

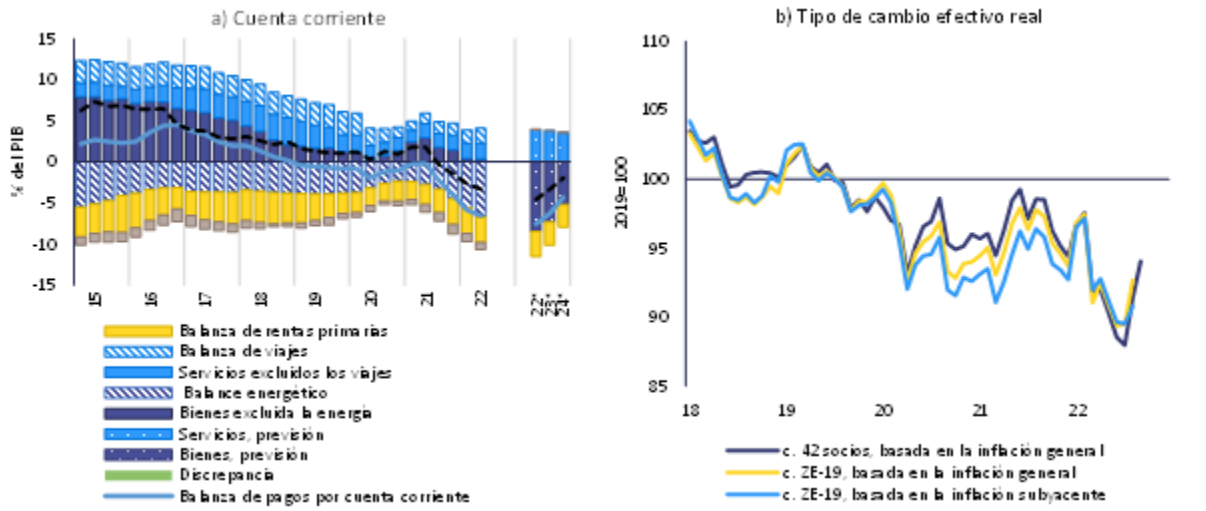
- El altísimo crecimiento de los **precios de la vivienda** sigue siendo motivo de preocupación. El crecimiento de los precios nominales de la vivienda se aceleró del 4,9 % al 16,5 % en 2021, y creció a uno de los ritmos más elevados de la UE. El crecimiento interanual de los precios nominales de la vivienda se aceleró hasta el 22,8 % en el segundo trimestre de 2022. Se estimó que, en 2021, los precios de la vivienda estaban sobrevalorados en un 17 %. Al mismo tiempo, la inversión en vivienda estaba muy por debajo de la media de la UE, situándose en el 3,9 % del PIB en 2021.

- La **deuda pública** disminuyó ligeramente en 2021, hasta el 76,8 % del PIB, gracias al marcado crecimiento del PIB nominal, y se prevé que se estabilice en torno a ese nivel. El déficit público se redujo al 7,1 % del PIB en 2021 y se prevé que siga moderándose gracias a las medidas anunciadas por el Gobierno. La proporción de deuda pública denominada en moneda extranjera

o mantenida por no residentes es elevada. El rendimiento de la deuda soberana ha aumentado para todos los vencimientos, especialmente desde el verano del año pasado. Al mismo tiempo, las necesidades brutas de financiación pública son elevadas. Los riesgos para la sostenibilidad de la política fiscal son medios a medio plazo altos a largo plazo, también debido al envejecimiento de la población.

- El **sector bancario** sigue siendo, en general, sólido, pero se enfrenta a retos futuros. La rentabilidad es una de las más altas de la UE, la ratio de capital de nivel 1 se acerca a la media de la UE y la ratio de préstamos dudosos se ha mantenido baja, aunque se produjo un aumento de la deuda reestructurada o refinanciada en 2021. Es probable que un impuesto inesperado recién introducido para 2022 y 2023 y un límite reglamentario para los tipos hipotecarios flexibles hasta mediados de 2023 reduzcan significativamente los beneficios de los bancos. Las tenencias de deuda pública representan casi una quinta parte de los activos bancarios. La ratio de endeudamiento privado con respecto al PIB es baja, pero el endeudamiento de los hogares y las empresas ha aumentado considerablemente desde 2020 y los préstamos en moneda extranjera son importantes, especialmente en el caso de los activos inmobiliarios comerciales.

Gráfico 3.17.1: **Gráficos seleccionados: Hungría**



Fuente: Eurostat, Comext y los servicios de la Comisión Europea

Cuadro 3.17.1: **Indicadores económicos y financieros seleccionados: Hungría**

	Umbrales	Valor de referencia I	Valor de referencia II	2019	2020	2021	previsiones 2022	previsiones 2023
Posición exterior								
Balanza de pagos por cuenta corriente, balanza de pagos (% del PIB, media tres años)	– 4 %/6 %			01	-01	-02	-04	-06
Balanza de pagos por cuenta corriente, balanza de pagos (% del PIB)		00 (1)	-06 (2)	-01	-01	-04	-08	-06
Posición de inversión internacional neta (en % del PIB)	-35%	-52 (3)	-44 (4)	-50	-52	-53	-46	-45
NENDI - PIIN excluidos los instrumentos sin riesgo de impago (en % del PIB) (5)				-2,6	-2,4	-1,5		
Competitividad								
Índice de costes laborales unitarios nominales (variación % tres años)	9 % (ZE) 12 % (país no euro)			12	14	12 p	21	28
Índice de costes laborales unitarios nominales (variación % interanual)				03	07	02 p	11	13
Tipo de cambio efectivo real – 42 socios comerciales, deflactor del IPCA (variación % tres años)	± 5 % (ZE) ± 11 % (país no euro)			00	-05	-04	-13	-14
Tipo de cambio efectivo real – 42 socios comerciales, deflactor del IPCA (variación % un año)				-01	-04	00	-10	-04
Cuota de mercado de las exportaciones – % de exportaciones mundiales (variación % cinco años)	– 6 %			05	07	00	02	03
Cuota de mercado de las exportaciones – % de exportaciones mundiales (variación % un año)				01	03	-04	03	01
Deuda del sector privado								
Deuda del sector privado, consolidado (% del PIB)	133 %			67	77	81 p	76	66
Flujo de crédito al sector privado, consolidado (% del PIB)	14 %			04	08	13 p	06	02
Deuda de los hogares, consolidado (% del PIB)		46 (6)	26 (7)	18,5	20,8	21,0	19,7	18,6
Deuda de sociedades no financieras, consolidado (% del PIB)		63 (6)	35 (7)				56,2	46,9
Mercado de la vivienda								
Índice de precios de la vivienda, deflactado (variación % un año)	6 %			12	02	10 p	05	-15
Índice de precios de la vivienda, nominal (variación % un año)		17 (8)		17,0	4,9	16,5	17,1	3,5
Deuda pública								
Deuda bruta de las administraciones públicas (% del PIB)	60 %			65	79	77	76	75
Saldo de las administraciones públicas (en % del PIB)				-2,0	-7,5	-7,1	-6,2	-4,4
Sector bancario								
Total de los pasivos del sector financiero, no consolidado (variación % un año)	16,5 %			37	55	16	00	
Rentabilidad de los recursos propios (%)				14,3	7,6	12,7		
Ratio de capital ordinario de nivel 1		10,6 (9)		15,8	15,9	17,7		
Préstamos dudosos brutos, entidades nacionales y extranjeras (% de los préstamos brutos)				4,2e	3,6e	3,2p	3,4	
Mercado laboral								
Tasa de desempleo (media tres años)	10 %			04	04	04	04	04
Tasa de desempleo (nivel anual)		03 (10)		03	04	04	04	04
Tasa de actividad – % del total de la población de 15-64 años (variación tres años en puntos porcentuales)	-0,2 pp			03	02	02	03	04
Tasa de desempleo a largo plazo – % de población activa de 15-74 años (variación tres años en puntos porcentuales)	0,5 pp			-01	-01	00		
Tasa de actividad – % de la población activa de 15-24 años (variación puntos porcentuales tres años)	2 pp			-02	02	04		

Notas: Véase el anexo 1

Fuente: Servicios de la Comisión, Eurostat y BCE; Comisión Europea en el caso de las previsiones (otoño de 2022)

3.18. MALTA

En Malta, el déficit por cuenta corriente sigue siendo considerable y la deuda de las sociedades no financieras es elevada, aunque los riesgos asociados parecen ser limitados. La elevada ratio de deuda de las sociedades no financieras con respecto al PIB sigue una senda decreciente. Se estima que los precios nominales de la vivienda están moderadamente sobrevalorados.

En el anterior ciclo del PDM, la Comisión no llevó a cabo un examen exhaustivo ni detectó desequilibrios macroeconómicos en Malta. Este año, la Comisión no considera necesario llevar a cabo un análisis más profundo de Malta.

Se prevé un crecimiento del PIB real del 5,7 % en 2022 y del 2,8 % en 2023. La inflación es elevada, si bien es inferior a la de la mayoría de los demás países de la EU. En términos interanuales, se elevó al 7,5 % en octubre, estimándose una inflación subyacente del 6,7 %. Se prevé que los precios aumenten más rápidamente que los salarios.

La lectura del cuadro de indicadores de Malta muestra que, en 2021, un indicador superó su umbral indicativo, a saber, el crecimiento de los costes laborales unitarios nominales. La lectura económica del cuadro de indicadores pone de relieve los siguientes fenómenos relevantes:

- Las perspectivas de **sostenibilidad exterior** están empeorando. El déficit por cuenta corriente aumentó hasta el 4,6 % en 2021 y se espera que siga deteriorándose en 2022. ([46]) La mejora de las balanzas de viajes se vio compensada por el deterioro de la balanza comercial de bienes energéticos. El descenso general se debió principalmente al déficit comercial de los bienes no energéticos. La posición de inversión internacional neta sigue siendo amplia y positiva, lo que refleja la posición del país como centro financiero internacional. Se prevé que se mantenga en un nivel similar a pesar de los elevados déficits por cuenta corriente.

- Las inquietudes relativas a la **competitividad de costes** parecen limitadas. Los costes laborales unitarios nominales disminuyeron en 2021, tras el fuerte aumento registrado en 2020, pero se prevé que vuelvan a aumentar ligeramente en 2022. El crecimiento de los costes laborales unitarios se mantiene por debajo de la media de la zona del euro. El tipo de cambio efectivo real basado en el IPCA se depreció en 2021. En términos interanuales, también se había depreciado en agosto de 2022.

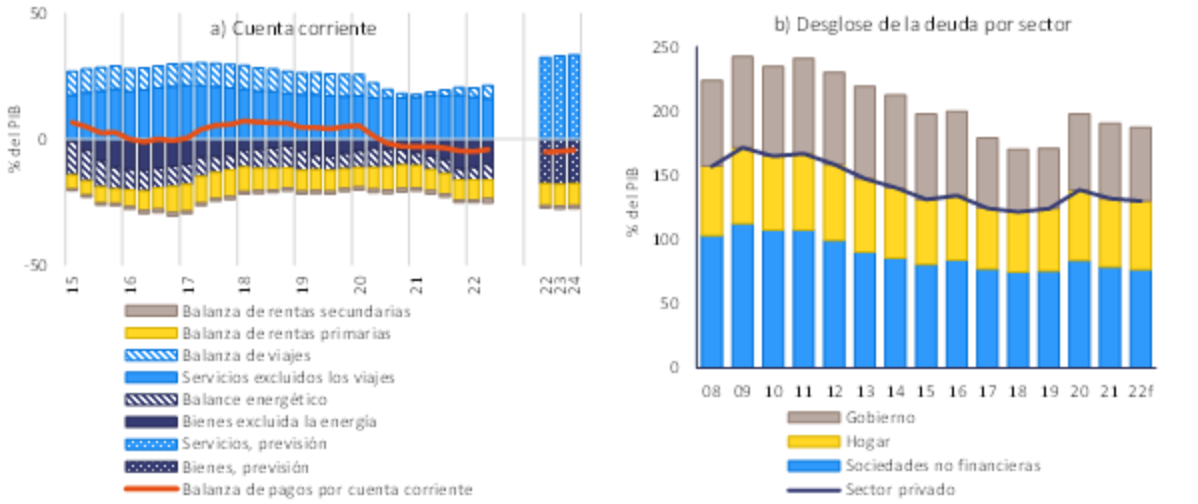
- Persisten las vulnerabilidades por la **ratio de deuda de las sociedades no financieras** con respecto al PIB, aunque tiende a la baja. En 2021 se redujo moderadamente hasta situarse en el 78,4 %. La ratio de deuda de las sociedades no financieras siguió disminuyendo en el primer semestre de 2022, pero existen factores de riesgo asociados al entorno macroeconómico. Se mantiene por encima de los valores de referencia tanto prudenciales como fundamentales y es 3 puntos porcentuales superior a la de 2019. Los flujos de crédito a las sociedades no financieras siguen siendo elevados en porcentaje del PIB.

- Persisten las preocupaciones relacionadas con la evolución de los **precios de la vivienda**. El crecimiento de los precios nominales de la vivienda se aceleró al 5,1 % en 2021. El crecimiento interanual de los precios nominales de la vivienda aumentó hasta el 7,7 % en el segundo trimestre de 2022. Se estimó que, en 2021, los precios de la vivienda estaban sobrevalorados en un 9 %. El sector bancario sigue siendo en general sólido, con altos niveles de capitalización, pero baja rentabilidad. La exposición de los bancos al sector inmobiliario sigue siendo muy elevada.

([46]) Existe una gran discrepancia entre los datos de la balanza de pagos y de la cuenta nacional sobre la balanza de pagos por cuenta corriente, ya que esta última registró un superávit considerable en 2021, aunque considerablemente inferior al de los años anteriores a la pandemia. El cuadro de indicadores y las evaluaciones del IMA se basan en los datos de la balanza de pagos.

- La ratio de **deuda pública** aumentó hasta el 56,3 % del PIB y se prevé que siga aumentando, acercándose al umbral del 60 % del PIB. El déficit público disminuyó hasta el 7,8 % del PIB en 2021, y se prevé que siga disminuyendo. Los riesgos para la sostenibilidad de la política fiscal son medios a medio plazo y altos a largo plazo debido al envejecimiento de la población y al alto déficit fiscal inicial.

Gráfico 3.18.1: **Gráficos seleccionados: Malta**



Fuente: Eurostat, Comext y los servicios de la Comisión Europea

Cuadro 3.18.1: **Indicadores económicos y financieros seleccionados: Malta**

	Umbrales	Valor de referencia I	Valor de referencia II	2019	2020	2021	previsiones 2022	previsiones 2023
Posición exterior								
Balanza de pagos por cuenta corriente, balanza de pagos (% del PIB, media tres años)	-4 % y 6 %			0,6	0,3	-0,1	-0,4	-0,5
Balanza de pagos por cuenta corriente, balanza de pagos (% del PIB)		-0,2 (1)	0,3 (2)	0,5	-0,3	-0,5	-0,5	-0,5
Posición de inversión internacional neta (en % del PIB)	-35 %	-71 (3)	-16 (4)	5,4	5,1	5,3	5,0	5,0
NEIDI – PIIN excluidos los instrumentos sin riesgo de impago (en % del PIB) (5)				236,8	254,6	259,4		
Competitividad								
Índice de costes laborales unitarios nominales (variación % tres años)	9 % (ZE) 12 % (zona no euro)			0,7	2,0	1,3	1,0	0,9
Índice de costes laborales unitarios nominales (variación % interanual)				0,4	1,1	-0,2	0,1	0,2
Tipo de cambio efectivo real – 42 socios comerciales, deflactor del IPCA (variación % tres años)	± 5 % (ZE) ± 11 % (zona no euro)			0,2	0,2	-0,1	-0,5	-0,8
Tipo de cambio efectivo real – 42 socios comerciales, deflactor del IPCA (variación % un año)				-0,1	0,1	-0,1	-0,5	-0,2
Cuota de mercado de las exportaciones – % de exportaciones mundiales (variación % cinco años)	-6 %			2,0	1,3	-0,1	-0,1	0,2
Cuota de mercado de las exportaciones – % de exportaciones mundiales (variación % un año)				0,4	0,4	-0,9	0,5	0,1
Deuda del sector privado								
Deuda del sector privado, consolidado (% del PIB)	133 %			12,4	13,9	13,2	13,0	12,1
Flujo de crédito al sector privado, consolidado (% del PIB)	14 %			1,3	0,7	0,9	1,1	1,0
Deuda de los hogares, consolidado (% del PIB)		50 (6)	55 (7)	46,5	55,1	53,4	53,0	53,0
Deuda de sociedades no financieras, consolidado (% del PIB)		48 (6)	53 (7)				76,9	67,3
Mercado de la vivienda								
Índice de precios de la vivienda, deflactado (variación % anual)	6 %			0,4	0,2	0,4 p	0,1	-0,2
Índice de precios de la vivienda, nominal (variación % un año)		9 (6)		6,1	3,4	3,1	7,0	7,0
Deuda pública								
Deuda bruta de las administraciones públicas (% del PIB)	60 %			41	53	56	57	60
Saldo de las administraciones públicas (en % del PIB)				0,6	-9,4	-7,8	-6,0	-5,7
Sector bancario								
Total de los pasivos del sector financiero, no consolidado (variación % anual)	16,5 %			0,8	0,2	0,8	0,0	
Rentabilidad de los recursos propios (%)				6,0	0,3	3,5		
Ratio de capital ordinario de nivel 1		10,6 (6)		20,2	21,3	20,6		
Préstamos dudosos brutos, entidades nacionales y extranjeras (% de los préstamos brutos)				3,2e	3,0e	2,5p	2,8	
Mercado laboral								
Tasa de desempleo (media tres años)	10 %			0,4	0,4	0,4	0,4	0,3
Tasa de desempleo (nivel anual)		0,4 (10)		0,4	0,4	0,3	0,3	0,3
Tasa de actividad – % del total de la población de 15-64 años (variación tres años en puntos porcentuales)	-0,2 pp			0,5	0,5	0,4	0,2	0,1
Tasa de desempleo a largo plazo – % de población activa de 15-74 años (variación tres años en puntos porcentuales)	0,5 pp			-0,2	-0,1	-0,1		
Tasa de desempleo juvenil – % de población activa de 15-24 años (variación tres años en puntos porcentuales)	2 pp			-0,1	0,0	0,0		

Notas: Véase el anexo 1

Fuente: Servicios de la Comisión, Eurostat y BCE; Comisión Europea en el caso de las previsiones (otoño de 2022)

3.19. PAÍSES BAJOS

En los Países Bajos, el superávit por cuenta corriente, las ratios de deuda de los hogares y de las sociedades no financieras con respecto al PIB y la sobrevaloración de los precios de la vivienda siguen siendo considerables. El superávit por cuenta corriente y la evolución reciente de la competitividad de costes requieren un estrecho seguimiento, también desde la perspectiva del reequilibrio de la zona del euro. El crecimiento de los precios nominales de la vivienda estaba entre los más elevados de la UE en 2021, en un contexto de sobrevaloración de los precios de la vivienda según las estimaciones.

En el anterior ciclo del PDM, la Comisión llevó a cabo un examen exhaustivo y llegó a la conclusión de que Países Bajos presenta desequilibrios macroeconómicos. Este año, la Comisión considera oportuno examinar la persistencia de los desequilibrios o su corrección en un examen exhaustivo de los Países Bajos.

Se prevé un crecimiento del PIB real del 4,6 % en 2022 y del 0,6 % en 2023. La inflación es elevada. En términos interanuales, bajó al 16,8 % en octubre, estimándose una inflación subyacente del 6,8 %. Se prevé que la inflación aumente más rápidamente que los salarios.

La lectura del cuadro de indicadores de Países Bajos muestra que, en 2021, cuatro indicadores superaron sus umbrales indicativos, a saber, las balanzas de pagos por cuenta corriente, el crecimiento del coste laboral unitario nominal, el crecimiento de los precios reales de la vivienda y la deuda del sector privado. La lectura económica del cuadro de indicadores pone de relieve los siguientes fenómenos relevantes:

- Las cuestiones del **sector exterior** están relacionadas con el elevado y prolongado superávit por cuenta corriente, aunque se haya revisado a la baja. En 2021 aumentó hasta el 7,2 % del PIB, debido principalmente al aumento de las balanzas de renta. Se prevé que se reduzca en 2022, debido al empeoramiento de las condiciones comerciales y al impacto de la reubicación de Shell en el Reino Unido, pero se mantiene por encima de los umbrales indicativos. La posición de inversión internacional neta en porcentaje del PIB, con un 93 % en 2021, sigue siendo la mayor de la UE, a pesar de una fuerte disminución impulsada principalmente por efectos de valoración negativos. Se prevé que siga disminuyendo en 2022.

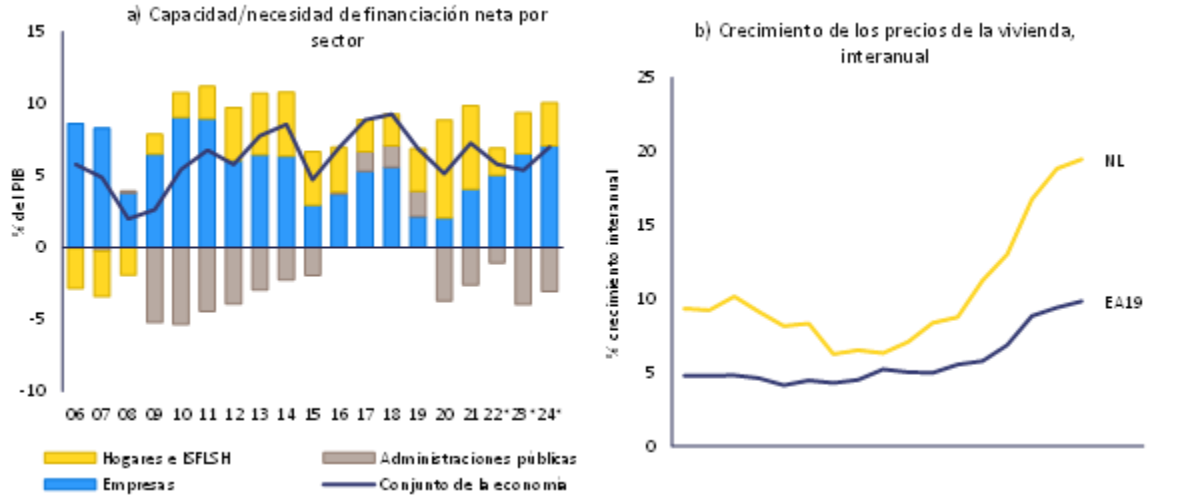
- La evolución de la **competitividad de costes** puede impedir el reequilibrio de la zona del euro. Los costes laborales unitarios nominales disminuyeron ligeramente en 2021, a pesar de una nueva contracción del mercado de trabajo, pero se prevé que aumenten, aunque por debajo de la media de la zona del euro. El tipo de cambio efectivo real basado en el IPCA se mantuvo prácticamente sin cambios en 2021 y, en términos interanuales, en agosto de 2022.

- La ratio de **endeudamiento de las sociedades no financieras** con respecto al PIB sigue siendo una de las más elevadas de la UE, aunque tiende a la baja. En 2021 disminuyó moderadamente hasta situarse en el 129 %. La ratio de deuda de las sociedades no financieras siguió disminuyendo en el primer semestre de 2022, pero existen factores de riesgo asociados al entorno macroeconómico. Se mantiene por encima de los valores de referencia prudenciales y fundamentales. La elevada proporción de préstamos transfronterizos intragrupo y los elevados colchones de liquidez de las empresas mitigan los riesgos. Los flujos de crédito a las sociedades no financieras aumentaron en términos de porcentaje del PIB en 2021.

- La ratio de **endeudamiento de los hogares** con respecto al PIB sigue siendo una de las más elevadas de la UE y se situó en el 100 % del PIB en 2021, por encima los valores de referencia prudenciales y fundamentales. Sin embargo, la ratio disminuyó en 2021, a pesar de la contribución positiva de los flujos de crédito, y continuó haciéndolo en el primer semestre de 2022. La deuda dudosa de los hogares sigue siendo baja.

- El alto crecimiento de los **precios de la vivienda** sigue siendo motivo de preocupación. El crecimiento de los precios nominales de la vivienda se aceleró del 7,6 % en 2020 al 15 % en 2021, y creció a uno de los ritmos más elevados de la UE. Alcanzó el 18,2 % interanual en el segundo trimestre de 2022. Se estimó que, en 2021, los precios de la vivienda estaban sobrevalorados en un 21 %. Los riesgos asociados a las correcciones de precios requieren un seguimiento, incluso si el sector bancario es estable y está bien capitalizado, y su rentabilidad aumentó en 2021. La ratio de préstamos dudosos es baja. El crecimiento de las hipotecas también sigue siendo bajo.

Gráfico 3.19.1: **Gráficos seleccionados: Países Bajos**



Fuente: Eurostat, AMECO y servicios de la Comisión Europea

Cuadro 3.19.1: **Indicadores económicos y financieros clave: Países Bajos**

	Umbrales	Valor de referencia I	Valor de referencia II	2019	2020	2021	previsiones 2022	previsiones 2023
Posición exterior								
Balanza de pagos por cuenta corriente, balanza de pagos (% del PIB, media tres años)	-4 % / 6 %			08	07	06	06	06
Balanza de pagos por cuenta corriente, balanza de pagos (% del PIB)		02 (1)	06 (2)	07	05	07	06	05
Posición de inversión internacional neta (en % del PIB)	-35%	-69 (3)	35 (4)	90	113	93	83	85
NENDI - PIIN excluidos los instrumentos sin riesgo de impago (en % del PIB) (5)				-0,3	12,9	26,0		
Competitividad								
Índice de costes laborales unitarios nominales (variación % tres años)	9 % (ZE) 12 % (zona no euro)			06	14 p	11 p	10	05
Índice de costes laborales unitarios nominales (variación % interanual)				03	09 p	01 p	02	01
Tipo de cambio efectivo real – 42 socios comerciales, deflactor del IPCA (variación % tres años)	± 5 % (ZE) ± 11 % (zona no euro)			02	01	02	-02	-06
Tipo de cambio efectivo real – 42 socios comerciales, deflactor del IPCA (variación % un año)				00	02	00	-01	-02
Cuota de mercado de las exportaciones – % de exportaciones mundiales (variación % cinco años)	– 6 %			00	07	01	01	-02
Cuota de mercado de las exportaciones – % de exportaciones mundiales (variación % un año)				-01	05	-05	01	-01
Deuda del sector privado								
Deuda del sector privado, consolidado (% del PIB)	133 %			230	230 p	229 p	219	214
Flujo de crédito al sector privado, consolidado (% del PIB)	14 %			00	-01 p	12 p	07	13
Deuda de los hogares, consolidado (% del PIB)		64 (6)	78 (7)	99,7	103,6p	100,4 p	95,9	92,7
Deuda de sociedades no financieras, consolidado (% del PIB)		94 (6)	114 (7)				122,8	121,1
Mercado de la vivienda								
Índice de precios de la vivienda, deflactado (variación % un año)	6 %			05	06	11 p	08	-01
Índice de precios de la vivienda, nominal (variación % un año)		21 (8)		7,3	7,6	15,0	16,8	3,3
Deuda pública								
Deuda bruta de las administraciones públicas (% del PIB)	60 %			49	55	52	50	52
Saldo de las administraciones públicas (en % del PIB)				1,8	-3,7	-2,6	-4,1	-4,0
Sector bancario								
Total de los pasivos del sector financiero, no consolidado (variación % un año)	16,5 %			08	01 p	00 p	03	
Rentabilidad de los recursos propios (%)				7,7	3,1	8,3		
Ratio de capital ordinario de nivel 1		10,6 (9)		16,9	17,9	17,8		
Préstamos dudosos brutos, entidades nacionales y extranjeras (% de los préstamos brutos)				1,6e	1,5e	1,4 p	1,3	
Mercado laboral								
Tasa de desempleo (media tres años)	10 %			05	05	05	04	04
Tasa de desempleo (nivel anual)		05 (10)		04	05	04	04	04
Tasa de actividad – % del total de la población de 15-64 años (variación tres años en puntos porcentuales)	-0,2 pp			01	01	01	02	03
Tasa de desempleo a largo plazo – % de población activa de 15-74 años (variación tres años en puntos porcentuales)	0,5 pp			-01	-01	00		
Tasa de desempleo juvenil – % de población activa de 15-24 años (variación tres años en puntos porcentuales)	2 pp			-04	00	00		

Notas: Véase el anexo 1

Fuente: Servicios de la Comisión, Eurostat y BCE; Comisión Europea en el caso de las previsiones (otoño de 2022)

3.20. AUSTRIA

En Austria, el crecimiento de los precios de la vivienda se aceleró y las ratios de endeudamiento de las sociedades no financieras y de deuda pública con respecto al PIB siguen siendo elevadas, aunque los riesgos asociados parecen ser limitados. El crecimiento de los precios nominales de la vivienda ha aumentado a un ritmo marcado durante años, en un contexto de una considerable sobrevaloración estimada de los precios de la vivienda. La ratio de endeudamiento de las empresas con respecto al PIB aumentó y sigue por encima de los valores de referencia fundamentales y prudenciales. La deuda pública está disminuyendo, aunque sigue siendo superior a la de 2019.

En el anterior ciclo del PDM, la Comisión no llevó a cabo un examen exhaustivo ni detectó desequilibrios macroeconómicos en Austria. Este año, la Comisión no considera necesario llevar a cabo un análisis más profundo de Austria.

Se prevé un crecimiento del PIB real del 4,6 % en 2022 y del 0,3 % en 2023. La inflación es elevada. En términos interanuales, alcanzó el 11,5 % en octubre, estimándose una inflación subyacente del 5,7 % en septiembre. Se prevé que los precios aumenten más rápidamente que los salarios.

La lectura del cuadro de indicadores de Austria muestra que, en 2021, tres indicadores superaron su umbral indicativo, a saber, el crecimiento de los costes laborales unitarios nominales, el crecimiento de los precios reales de la vivienda y la deuda pública. La lectura económica del cuadro de indicadores pone de relieve los siguientes fenómenos relevantes:

- La preocupación por la **deuda de las sociedades no financieras** ha aumentado. La ratio de endeudamiento de las sociedades con respecto al PIB aumentó hasta el 78 % en 2021 y se mantiene por encima de los valores de referencia prudenciales y fundamentales. Sigue siendo 6 puntos porcentuales superior a la de 2019. Al mismo tiempo, la ratio de deuda de las sociedades no financieras disminuyó en el primer semestre de 2022, a pesar del aumento de los flujos de crédito en porcentaje del PIB. La preocupación por la competitividad de costes es limitada. El crecimiento de los costes laborales unitarios nominales se ha moderado sustancialmente en 2021, pero se prevé que aumente en los próximos años ligeramente más rápidamente que en otros países de la zona del euro.

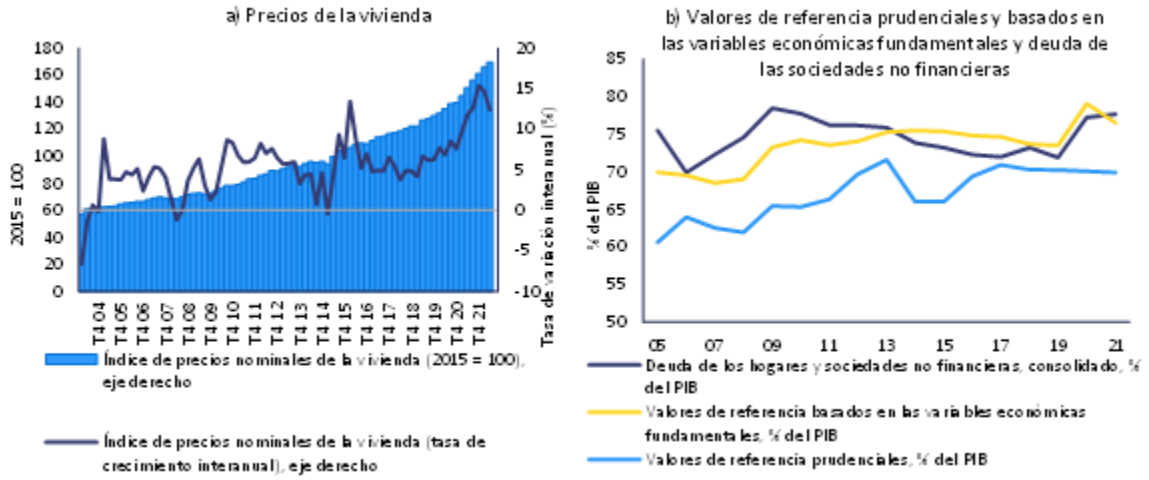
- La ratio de **endeudamiento de los hogares** con respecto al PIB está en el valor de referencia prudencial y por debajo de los valores de referencia basados en los valores fundamentales. Disminuyó en 2021 y se mantuvo prácticamente sin cambios en el primer semestre de 2022. La deuda dudosa de los hogares sigue siendo baja.

- El altísimo **crecimiento de los precios de la vivienda** sigue siendo motivo de preocupación. El crecimiento de los precios nominales de la vivienda se aceleró del 7,7 % en 2020 al 12,4 % en 2021 y creció a uno de los ritmos más elevados de la UE. El crecimiento interanual de los precios nominales de la vivienda se redujo ligeramente, pero siguió siendo muy elevado, con un 12,4 % en el segundo trimestre de 2022. Se estimó que los precios de la vivienda estaban sobrevalorados en un 27 %. Sin embargo, la baja exposición a tipos de interés variables, la baja ratio de endeudamiento de los hogares con respecto al PIB, la baja tasa de propiedad con respecto a los alquileres, un sector financiero saneado y unos préstamos dudosos bajos limitan los riesgos macroeconómicos.

- Las preocupaciones relacionadas con la **deuda pública** son limitadas. La deuda pública disminuyó ligeramente en 2021, hasta el 82,3 % del PIB, y se prevé que siga disminuyendo, pero sigue siendo superior a la de 2019. El déficit público sigue siendo elevado, aunque se redujo al 5,9 % del PIB en 2021 y se prevé que siga disminuyendo. Los riesgos para la sostenibilidad de la política fiscal son medios tanto a medio como a largo plazo.

- El **sector bancario** es en general sólido. Si bien la ratio de capital de nivel 1 ha estado por debajo de la media de la UE, la rentabilidad ha estado por encima. La ratio de préstamos dudosos también ha sido muy baja, pero la proporción de préstamos de bajo rendimiento (fase 2) es muy elevada. La exposición del Raiffeisen Bank International (RBI) frente a Rusia representa una fuente de riesgo moderada.

Gráfico 3.20.1: **Gráficos seleccionados: Austria**



Fuente: Eurostat, ECB y servicios de la Comisión Europea

Cuadro 3.20.1: **Indicadores económicos y financieros clave: Austria**

	Umbrales	Valor de referencia I	Valor de referencia II	2019	2020	2021	previsiones 2022	previsiones 2023
Posición exterior								
Balanza de pagos por cuenta corriente, balanza de pagos (% del PIB, media tres años)	−4 %/6 %			0,2	0,2	0,2	0,1	0,0
Balanza de pagos por cuenta corriente, balanza de pagos (% del PIB)		0,2 (1)	0,1 (2)	0,2	0,3	0,0	0,0	0,0
Posición de inversión internacional neta (en % del PIB)	-35%	-62 (3)	-12 (4)	-14	-12	-15	-17	-16
NENDI –PII excluidos los instrumentos sin riesgo de impago (en % del PIB) (5)				-43,6	-44,6	-42,2		
Competitividad								
Índice de costes laborales unitarios nominales (variación % tres años)	9 % (35) 12 % (zona no euro)			0,6	1,2	1,0	1,0	1,0
Índice de costes laborales unitarios nominales (variación % interanual)				0,2	0,7	0,0	0,2	0,7
Tipo de cambio efectivo real – 42 socios comerciales, deflactor del IPCA (variación % tres años)	± 5 % (35) ± 11 % (zona no euro)			0,2	0,3	0,1	-0,3	-0,7
Tipo de cambio efectivo real – 42 socios comerciales, deflactor del IPCA (variación % un año)				-0,1	0,2	0,0	-0,5	-0,2
Cuotade mercado de las exportaciones – % de exportaciones mundiales (variación % cinco años)	− 6 %			0,1	0,5	-0,3	0,5	0,2
Cuotade mercado de las exportaciones – % de exportaciones mundiales (variación % un año)				0,0	0,1	-0,1	0,0	-0,1
Deuda del sector privado								
Deuda del sector privado, consolidado (% del PIB)	133 %			122	130	130	125	116
Flujo de crédito al sector privado, consolidado (% del PIB)	14 %			0,5	0,4	0,7	0,8	0,5
Deuda de los hogares, consolidado (% del PIB)		51 (6)	77 (7)	49,6	53,2	52,1	49,5	48,7
Deuda de sociedades no financieras, consolidado (% del PIB)		70 (6)	77 (7)				75,6	66,9
Mercado de la vivienda								
Índice de precios de la vivienda, deflactado (variación % un año)	6 %			0,4	0,6	1,0	0,2	0,1
Índice de precios de la vivienda, nominal (variación % un año)		2,7 (8)		5,8	7,7	12,4	8,9	-0,1
Deuda pública								
Deuda bruta de las administraciones públicas (% del PIB)	60 %			71	83	82	79	77
Saldo de las administraciones públicas (en % del PIB)				0,6	-6,0	-5,9	-3,4	-2,8
Sector bancario								
Total de los pasivos del sector financiero, no consolidado (variación % un año)	16,5 %			0,4	1,1	0,8	0,4	
Rentabilidad de los recursos propios (%)				7,8	4,1	6,4		
Ratio de capital ordinario de nivel 1		15,6 (9)		15,6	16,1	16,0		
Préstamos dudosos brutos, entidades nacionales y extranjeras (% de los préstamos brutos)				2,2e	2,0e	1,8p	1,8	
Mercado laboral								
Tasade desempleo (media tres años)	10 %			0,5	0,5	0,6	0,6	0,6
Tasade desempleo (nivel anual)		0,5 (10)		0,5	0,6	0,6	0,5	0,5
Tasade actividad – % de la población de 15-64 años (variación tres años puntos porcentuales)	-0,2 pp			0,1	0,0	0,0	0,2	0,3
Tasade desempleo a largo plazo – % de población activa de 15-74 años (variación tres años en puntos porcentuales)	0,5 pp			-0,1	-0,1	0,0		
Tasade actividad – % de la población activa de 15-24 años (variación tres años en puntos porcentuales)	2 pp			-2,3	0,1	0,1		

Notas: Véase el anexo 1

Fuente: Servicios de la Comisión, Eurostat y BCE; Comisión Europea en el caso de las previsiones (otoño de 2022)

3.21. POLONIA

En Polonia, los costes laborales unitarios y los precios de la vivienda están aumentando, aunque los riesgos asociados parecen ser limitados. Se prevé que aumente el crecimiento de los costes laborales unitarios nominales, con la elevada inflación subyacente y la escasez de mano de obra. El crecimiento de los precios nominales de la vivienda está entre los más elevados de la UE, en un contexto de sobrevaloración limitada de los precios de la vivienda según las estimaciones. La depreciación del tipo de cambio ejerce cierta presión sobre la inflación y la balanza de pagos por cuenta corriente se ha convertido en un déficit debido a factores puntuales.

En el anterior ciclo del PDM, la Comisión no llevó a cabo un examen exhaustivo ni detectó desequilibrios macroeconómicos en Polonia. Este año, la Comisión no considera necesario llevar a cabo un análisis más profundo de Polonia.

Se prevé un crecimiento del PIB real del 4 % en 2022 y del 0,7 % en 2023. La inflación es muy elevada en la actualidad, incluso en comparación con los socios comerciales de Polonia en la zona del euro, pero se prevé que se desacelere. En términos interanuales, se elevó al 15,7 % en septiembre, estimándose la inflación subyacente en el 11,5 %. Se prevé que los precios aumenten más rápidamente que los salarios.

La lectura del cuadro de indicadores de Polonia expone la en 2021, un indicador superó su umbral indicativo, a saber, la posición de inversión internacional neta. La lectura económica del cuadro de indicadores pone de relieve los siguientes fenómenos relevantes:

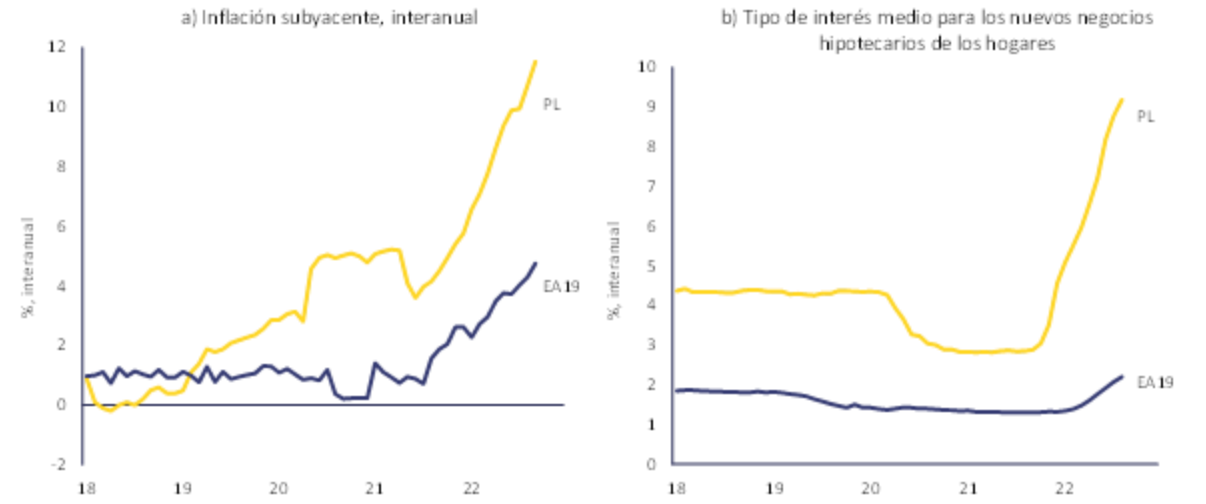
- La preocupación por la **sostenibilidad exterior** aún no es muy pronunciada. En vista de la fuerte demanda y de las desfavorables condiciones comerciales, la balanza de pagos por cuenta corriente se convirtió en un déficit del 1,4 % del PIB en 2021 y se prevé que siga deteriorándose en 2022. No obstante, se prevé que la posición de inversión internacional neta (PIIN) siga mejorando y se mantenga dentro del umbral indicativo del PDM del –35 % a partir de 2022. La mayor parte de la PIIN se caracteriza por la inversión directa, lo que limita las inquietudes inmediatas relacionadas con la posición exterior.

- La elevada inflación y el fuerte crecimiento de los salarios nominales podrían plantear problemas de **competitividad de costes** si persisten. Los costes laborales unitarios nominales disminuyeron en 2021 pero se prevé que aumenten notablemente en el futuro. El tipo de cambio efectivo real frente a los socios comerciales de Polonia se ha depreciado.

- Los **precios** nominales **de la vivienda** han aumentado rápidamente en los últimos años, pero siguen estando, en general, en consonancia con las variables fundamentales en un contexto de fuerte crecimiento de la renta. El endurecimiento monetario de 2021/22 provocó el mayor aumento de la tasa hipotecaria en la UE, así como una fuerte reducción de los flujos de crédito de los hogares. Es probable que la prevalencia de las hipotecas de interés variable transmita estos costes de intereses directamente a los nuevos titulares de hipotecas y a los ya existentes. Sin embargo, el **sector bancario polaco** sigue estando bien capitalizado en un contexto de bajo endeudamiento de los hogares y de ratios préstamo/valor relativamente bajas. El nivel de préstamos dudosos sigue siendo bajo y sigue disminuyendo.

- La **escasez de mano de obra** agrava las presiones inflacionistas. El crecimiento de los salarios nominales alcanzó el 12,4 % en términos interanuales en agosto de 2022. La tasa de desempleo sigue siendo una de las más bajas de la UE, con un 3,4 % en 2021, y se prevé que disminuya en 2022 antes de aumentar en 2023. La tasa de actividad siguió aumentando. Se espera que el impulso a la oferta de mano de obra proporcionado por la entrada de personas desplazadas procedentes de Ucrania alivie la escasez de mano de obra, como ya se refleja en algunos sectores, como los servicios.

Gráfico 3.21.1: **Gráficos seleccionados: Polonia**



Fuente: Eurostat y servicios de la Comisión Europea

Cuadro 3.21.1: **Indicadores económicos y financieros clave: Polonia**

	Umbrales	Valor de referencia I	Valor de referencia II	2019	2020	2021	previsiones 2022	previsiones 2023
Posición exterior								
Balanza de pagos por cuenta corriente, balanza de pagos (% del PIB, media tres años)	−4 % /6 %			-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,3
Balanza de pagos por cuenta corriente, balanza de pagos (% del PIB)		0,0 (1)	-0,4 (2)	0,0	0,3	-0,1	-0,4	-0,4
Posición de inversión internacional neta (en % del PIB)	-35 %	-53 (3)	-0,4 (4)	-49	-44	-46	-49	-47
NENDI - PINI excluidos los instrumentos sin riesgo de impago (en % del PIB) (5)				-40,7	-41,5	0,8		
Competitividad								
Índice de costes laborales unitarios nominales (variación % tres años)	9 % (ZE) 12 % (zona no euro)			0,0	1,4	10,5	1,4	1,7
Índice de costes laborales unitarios nominales (variación % interanual)				0,9	0,8	-0,2 b	0,8	1,0
Tipo de cambio efectivo real – 42 socios comerciales, deflactor del IPCA (variación % tres años)	± 5 % (ZE) ± 11 % (zona no euro)			0,3	0,1	0,0	-0,1	0,0
Tipo de cambio efectivo real – 42 socios comerciales, deflactor del IPCA (variación % un año)				-0,1	0,1	-0,1	-0,1	0,2
Cuota de mercado de las exportaciones – % de exportaciones mundiales (variación % cinco años)	− 6 %			-0,2	2,1	2,5	1,9	1,5
Cuota de mercado de las exportaciones – % de exportaciones mundiales (variación % un año)				0,9	1,1	-0,1	0,0	0,0
Deuda del sector privado								
Deuda del sector privado, consolidado (% del PIB)	133 %			7,1	7,6	7,2	6,4	5,6
Flujo de crédito al sector privado, consolidado (% del PIB)	14 %			0,9	0,2	0,4	0,2	0,3
Deuda de los hogares, consolidado (% del PIB)		5,1 (6)	22,0 (7)	34,4	34,6	32,3	29,8	24,3
Deuda de sociedades no financieras, consolidado (% del PIB)		8,2 (6)	35,0 (7)				36,7	33,5
Mercado de la vivienda								
Índice de precios de la vivienda, deflactado (variación % un año)	6 %			0,0	0,7	0,4	-0,3	-0,6
Índice de precios de la vivienda, nominal (variación % un año)		-0,2 (8)		6,7	10,5	9,2	9,9	5,0
Deuda pública								
Deuda bruta de las administraciones públicas (% del PIB)	60 %			46	57	54	51	53
Saldo de las administraciones públicas (en % del PIB)				-0,7	-6,9	-1,8	-1,8	-3,5
Sector bancario								
Total de los pasivos del sector financiero, no consolidado (variación % un año)	16,5 %			0,9	1,2	1,4	0,0	
Rentabilidad de los recursos propios (%)				6,9	3,1	4,8		
Ratio de capital ordinario de nivel 1		10,6 (9)		15,9	17,5	16,1		
Préstamos dudosos brutos, entidades nacionales y extranjeras (% de los préstamos brutos)				6,1 e	6,0 e	5,0 p	4,7	
Mercado laboral								
Tasa de desempleo (mediatres años)	10 %			0,0	0,1	0,3	0,3	0,3
Tasa de desempleo (nivel anual)		0,3 (10)		0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Tasa de actividad – % del total de la población de 15-64 años (variación tres años en puntos porcentuales)	-0,2 pp			0,2	0,1	0,3	0,2	0,1
Tasa de desempleo a largo plazo – % de población activa de 15-74 años (variación tres años en puntos porcentuales)	0,5 pp			-0,2	-0,1	0,0		
Tasa de desempleo juvenil – % de población activa de 15-24 años (variación tres años en puntos porcentuales)	2 pp			-0,8	-0,1	0,5		

Notas: Véase el anexo 1

Fuente: Servicios de la Comisión, Eurostat y BCE; Comisión Europea en el caso de las previsiones (otoño de 2022)

3.22. PORTUGAL

En Portugal, persisten las preocupaciones relacionadas con las ratios de deuda de los hogares y sociedades no financieras, deuda pública y deuda exterior con respecto al PIB, aunque las ratios de deuda reanudaron su trayectoria decreciente tras la crisis de la COVID-19. El crecimiento de los precios nominales de la vivienda se está acelerando y han aparecido señales de sobrevaloración de los precios de la vivienda. Siguen existiendo riesgos asociados a las espirales de reacciones de los sectores financiero y público.

En el anterior ciclo del PDM, la Comisión llevó a cabo un examen exhaustivo y llegó a la conclusión de que Portugal presenta desequilibrios macroeconómicos. Este año, la Comisión considera oportuno examinar la persistencia de los desequilibrios o su corrección en un examen exhaustivo de Portugal.

Se prevé un crecimiento del PIB real del 6,6 % en 2022 y del 0,7 % en 2023. La inflación es elevada y se prevé que evolucione, en líneas generales, en consonancia con la media de la zona del euro. En términos interanuales, alcanzó el 10,6 % en octubre, estimándose una inflación subyacente del 6,5 % en septiembre. Se prevé que los precios aumenten más rápidamente que los salarios.

La lectura del cuadro de indicadores de Portugal muestra que, en 2021, seis indicadores superaron sus umbrales indicativos, a saber, la posición de inversión internacional neta, el crecimiento del coste laboral unitario nominal, el crecimiento de los precios reales de la vivienda, la deuda del sector privado, la deuda pública y la variación de la tasa de desempleo juvenil. La lectura económica del cuadro de indicadores pone de relieve los siguientes fenómenos relevantes:

- La **sostenibilidad exterior** sigue siendo motivo de preocupación. Aunque la posición de inversión internacional neta ha mejorado considerablemente y ha alcanzado los niveles más altos en 15 años, sigue siendo elevada y negativa, y se prevén nuevas mejoras hasta 2024. El déficit por cuenta corriente aumentó hasta el 1,2 % del PIB en 2021, ya que la mejora de la balanza de viajes y de las exportaciones de bienes se vio compensada con creces por el deterioro de la balanza comercial de bienes energéticos. Se prevé que el déficit aumente ligeramente en 2022 debido a los efectos sobre los precios. El crecimiento del coste laboral unitario nominal fue moderado en 2021 y se convertirá en negativo en 2022. El tipo de cambio efectivo real basado en el IPCA se depreció en 2021. En términos interanuales, también se depreció en agosto de 2022.

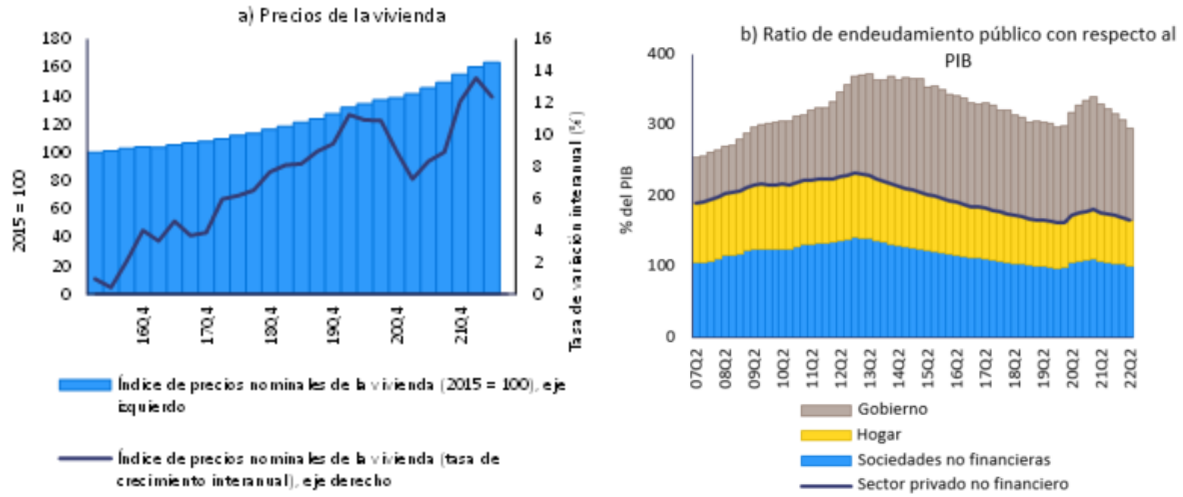
- Persisten las vulnerabilidades por la **ratio de deuda de las sociedades no financieras** con respecto al PIB, aunque tiende a la baja. Disminuyó hasta el 90,5 % en 2021, pero sigue siendo más de 4 puntos porcentuales más alta que en 2019. La ratio de deuda de las sociedades no financieras siguió disminuyendo en el primer semestre de 2022, pero existen factores de riesgo asociados al entorno macroeconómico. Se mantiene por encima de los valores de referencia prudenciales y fundamentales. Los préstamos dudosos de las empresas en porcentaje de los préstamos a las empresas de los bancos siguieron disminuyendo. La ratio de **endeudamiento de los hogares** con respecto al PIB se mantiene por encima de los valores de referencia prudenciales y fundamentales, aunque ha disminuido en 2021 y ha seguido bajando en el primer semestre de 2022.

- Aumenta la preocupación en relación con la evolución de los **precios de la vivienda**. El crecimiento de los precios nominales de la vivienda se aceleró del 8,8 % al 9,4 % en 2021. El crecimiento interanual de los precios nominales de la vivienda se aceleró hasta el 13,2 % en el segundo trimestre de 2022. Se estimó que, en 2021, los precios de la vivienda estaban sobrevalorados en un 23 %. Más de dos tercios de las hipotecas tienen tipos de interés fijados solo hasta un año.

- La preocupación por la **deuda pública** sigue siendo significativa. En 2021 disminuyó 9 puntos porcentuales, hasta el 125,5 % del PIB, y se prevé que siga disminuyendo hasta situarse por debajo de los niveles anteriores a la pandemia en 2022. El déficit público disminuyó hasta el 2,9 % del PIB en 2021, y se prevé que siga disminuyendo durante el período de previsión. Los riesgos para la sostenibilidad de la política fiscal son elevados a medio plazo y medios a largo plazo.

- La preocupación relacionada con el sector **bancario** disminuyó, pero sigue habiendo alguna deficiencia. La rentabilidad repuntó y las ratios de solvencia siguieron siendo resilientes. Sin embargo, la ratio de capital de nivel 1 está por encima de los requisitos reglamentarios, pero es baja en comparación con la de los homólogos europeos, mientras que la rentabilidad sigue siendo relativamente baja. La ratio de préstamos dudosos continuó su trayectoria descendente, pero se mantiene por encima de la media de la UE, y los préstamos de bajo rendimiento (fase 2) también son elevados. Además, siguen existiendo riesgos asociados a las espirales de reacciones de los sectores financiero y público.

Gráfico 3.22.1: **Gráficos seleccionados: Portugal**



Fuente: Eurostat y servicios de la Comisión Europea

Cuadro 3.22.1: **Indicadores económicos y financieros clave: Portugal**

	Umbrales	Valor de referencia I	Valor de referencia II	2019	2020	2021	previsiones 2022	previsiones 2023
Posición exterior								
Balanza de pagos por cuenta corriente, balanza de pagos (% del PIB, media tres años)	– 4 %			01	00	-01	-01	-01
Balanza de pagos por cuenta corriente, balanza de pagos (% del PIB)		00 (1)	-02 (2)	00	-01	-01	-01	-01
Posición de inversión internacional neta (en % del PIB)	-35%	-52 (3)	-16 (4)	-100	-105	-95	-95	-79
NENDI - PIIN excluidos los instrumentos sin riesgo de impago (en % del PIB) (5)				-66,7	-66,7	-56,1		
Competitividad								
Índice de costes laborales unitarios nominales (variación % tres años)	9 % (ZE) 12 % (zona no euro)			09	16	13 p	08	03
Índice de costes laborales unitarios nominales (variación % interanual)				03	09	01 p	-01	01
Tipo de cambio efectivo real – 42 socios comerciales, deflactor del IPCA (variación % tres años)	± 5 % (ZE) ± 11 % (zona no euro)			00	00	43	-05	-07
Tipo de cambio efectivo real – 42 socios comerciales, deflactor del IPCA (variación % un año)				-02	01	-02	-04	-01
Cuota de mercado de las exportaciones – % de exportaciones mundiales (variación % cinco años)	– 6 %			08	-02	-05	03	01
Cuota de mercado de las exportaciones – % de exportaciones mundiales (variación % un año)				01	-10	00	12	00
Deuda del sector privado								
Deuda del sector privado, consolidado (% del PIB)	133 %			150	164	157 p	148	139
Flujo de crédito al sector privado, consolidado (% del PIB)	14 %			03	04	04 p	06	04
Deuda de los hogares, consolidado (% del PIB)		40 (6)	32 (7)	63,5	69,1	66,4	63,0	61,4
Deuda de sociedades no financieras, consolidado (% del PIB)		64 (6)	62 (7)				84,8	76,2
Mercado de la vivienda								
Índice de precios de la vivienda, deflactado (variación % un año)	6 %			09	09	09	06	02
Índice de precios de la vivienda, nominal (variación % un año)		2,0 (6)		10,0	8,8	9,4	10,9	2,1
Deuda pública								
Deuda bruta de las administraciones públicas (% del PIB)	60 %			117	135	126	116	109
Saldo de las administraciones públicas (en % del PIB)				0,1	-5,8	-2,9	-1,9	-1,1
Sector bancario								
Total de los pasivos del sector financiero, no consolidado (variación % un año)	16,5 %			00	07	07	02	
Rentabilidad de los recursos propios (%)				4,3	0,0	4,9		
Ratio de capital ordinario de nivel 1		10,6 (8)		14,1	15,4	15,5		
Préstamos dudosos brutos, entidades nacionales y extranjeras (% de los préstamos brutos)				6,1e	4,8e	3,6p	3,4	
Mercado laboral								
Tasa de desempleo (media tres años)	10 %			08	07	07	07	06
Tasa de desempleo (nivel anual)		06 (10)		07	07	07	06	06
Tasa de actividad – % del total de la población de 15-64 años (variación tres años en puntos porcentuales)	-0,2 pp			02	00	01	00	01
Tasa de desempleo a largo plazo – % de población activa de 15-74 años (variación tres años en puntos porcentuales)	0,5 pp			-04	-02	00		
Tasa de desempleo juvenil – % de población activa de 15-24 años (variación tres años en puntos porcentuales)	2 pp			-10	-01	03		

Notas: Véase el anexo 1

Fuente: Servicios de la Comisión, Eurostat y BCE; Comisión Europea en el caso de las previsiones (otoño de 2022)

3.23. RUMANÍA

En Rumanía, las inquietudes relacionadas con la sostenibilidad exterior y el déficit público siguen aumentando. El déficit por cuenta corriente aumentó en 2021 y continúa aumentando. El déficit público ha mejorado y se prevé que siga reduciéndose, si bien sigue siendo elevado. Se prevé un aumento de los costes laborales unitarios nominales en un contexto de elevada inflación, escasez de mano de obra y fuertes aumentos de los salarios nominales, lo que dará lugar a algunos problemas de competitividad.

En el anterior ciclo del PDM, la Comisión llevó a cabo un examen exhaustivo y llegó a la conclusión de que Rumanía presenta desequilibrios macroeconómicos. Este año, la Comisión considera oportuno examinar la persistencia de los desequilibrios o su corrección en un examen exhaustivo de Rumanía.

Se prevé un crecimiento del PIB real del 5,8 % en 2022 y del 1,8 % en 2023. La inflación es elevada. En términos interanuales, aumentó hasta el 13,4 % en septiembre, con una inflación subyacente estimada en el 6,5 %. Se prevé que los precios aumenten más rápidamente que los salarios.

La lectura del cuadro de indicadores de Rumanía muestra que, en 2021, tres indicadores superaron sus umbrales indicativos, a saber, la balanza de pagos por cuenta corriente, las posiciones de inversión internacional neta y el crecimiento del coste laboral unitario nominal. La lectura económica del cuadro de indicadores pone de relieve los siguientes fenómenos relevantes:

- Los problemas de **sostenibilidad exterior** se han agravado aún más. El déficit por cuenta corriente aumentó hasta el 7,3 % del PIB en 2021, y se prevé un mayor deterioro en 2022. La posición de inversión internacional neta (PIIN) mejoró ligeramente, hasta el –47,2 % del PIB en 2021, debido al fuerte crecimiento del PIB nominal y a algunos efectos de valoración positivos, y se prevé que siga mejorando en 2022 y que disminuya de nuevo en 2023. La PIIN, excluidos los instrumentos sin riesgos de impago, siguió siendo negativa, pero está próxima al equilibrio.

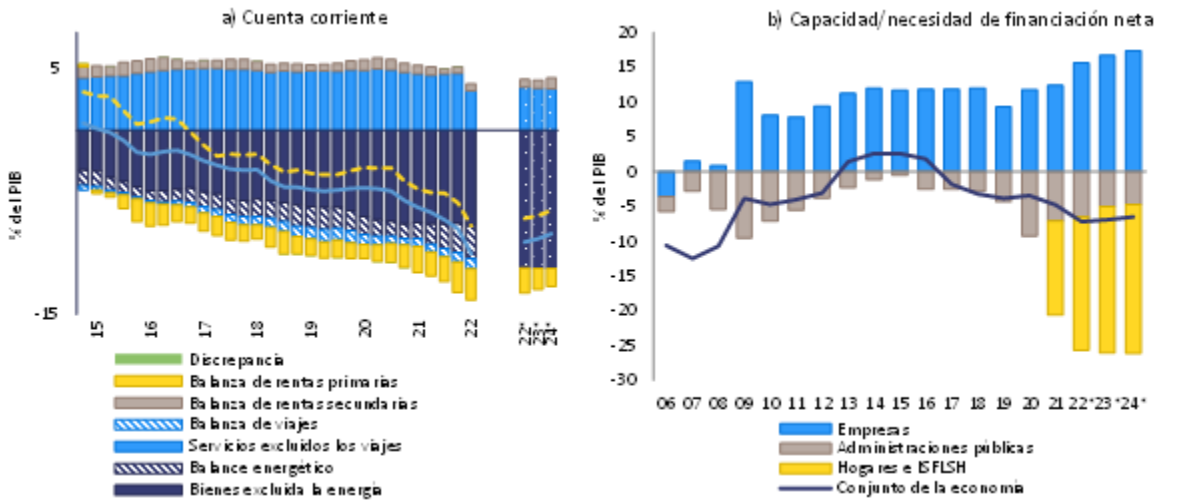
- Los problemas de **competitividad de costes**, que ya existían antes de la pandemia de COVID-19, están aumentando en mayor medida. Los costes laborales unitarios nominales aumentaron ligeramente en 2021, y se prevé que aumenten de forma más acusada en 2022 y años posteriores, en un contexto de elevada inflación, escasez de mano de obra y fuertes aumentos de los salarios nominales. El tipo de cambio efectivo real basado en el IPCA se mantuvo prácticamente sin cambios en 2021 y, en términos interanuales, se mantuvo prácticamente estable en agosto de 2022.

- Las inquietudes relacionadas con la evolución de los **precios de la vivienda** siguen siendo limitadas. El crecimiento de los precios nominales de la vivienda se desaceleró ligeramente, desde el 4,7 % al 4,4, % en 2021. El crecimiento interanual de los precios nominales de la vivienda se aceleró hasta el 8,5 % en el segundo trimestre de 2022. Los indicadores de las diferencias de valoración no muestran signos de una posible sobrevaloración de los precios de la vivienda.

- Los riesgos relacionados con la **deuda pública** están aumentando. El déficit público ha mejorado, pero sigue siendo elevado, situándose en el 7,1 % del PIB en 2021. Se prevé que siga reduciéndose. La deuda pública ha aumentado hasta el 48,9 % del PIB en 2021, y se prevé que disminuya ligeramente este año y el próximo. Sigue superando en gran medida los niveles anteriores a la COVID. El rendimiento de la deuda soberana se sitúa entre los más altos de la UE. Los riesgos de tipo de cambio son elevados, y, a finales de 2021, aproximadamente la mitad de la deuda de la administración central se denomina en moneda extranjera y cerca de la mitad de la deuda pública está mantenida por no residentes. Los riesgos para la sostenibilidad de la política fiscal son elevados a medio plazo y medios a largo plazo.

- **El sector bancario** se mantiene estable. La ratio de préstamos dudosos disminuyó hasta el 3,4 % del total de préstamos en 2021. Si bien la ratio de nivel 1 se acerca a la media de la UE, la rentabilidad es muy elevada. Tras el endurecimiento de la política monetaria, los tipos de interés aumentaron significativamente en 2021 y 2022.

Gráfico 3.23.1: **Gráficos seleccionados: Rumanía**



Fuente: Eurostat, Comext y los servicios de la Comisión Europea

Cuadro 3.23.1: **Indicadores económicos y financieros clave: Rumanía**

	Umbrales	Valor de referencia /	Valor de referencia II	2019	2020	2021	previsiones 2022	2023
Posición exterior								
Balanza de pagos por cuenta corriente, balanza de pagos (% del PIB, media tres años)	−4 %/6 %			-04	-05	-06	-07	-09
Balanza de pagos por cuenta corriente, balanza de pagos (% del PIB)		00 (f)	-05 (f)	-05	-05	-07	-10	-09
Posición de inversión internacional neta (en % del PIB)	-35%	-47 (3)	-58 (f)	-43	-46	-47	-40	-42
NENDI – PIIN excluidos los instrumentos sin riesgo de impago (en % del PIB) (5)				-40	-10	-05		
Competitividad								
Índice de costes laborales unitarios nominales (variación % tres años)	9 % (2f) 12 % (zona no euro)			2f	2f	14 p	10	09
Índice de costes laborales unitarios nominales (variación % interanual)				07	06	01 p	03	05
Tipo de cambio efectivo real – 42 socios comerciales, deflactor del IPCA (variación % tres años)	±5 % (2f) o ±11 % (países zona euro)			00	00	01	03	01
Tipo de cambio efectivo real – 42 socios comerciales, deflactor del IPCA (variación % un año)				00	01	00	02	-01
Cuota de mercado de las exportaciones – % de exportaciones mundiales (variación % cinco años)	−6 %			-17	-20	-11	-12	-09
Cuota de mercado de las exportaciones – % de exportaciones mundiales (variación % un año)				-02	-02	-01	-04	-01
Deuda del sector privado								
Deuda del sector privado, consolidado (% del PIB)	133 %			-47	-46	-46 p	-45	-43
Flujo crediticio al sector privado, consolidado (% del PIB)	14 %			02	01	04 p	05	03
Deuda de los hogares, consolidada (% del PIB)		60 (6)	20 (7)	15.4	16.1	15.8	14.8	14.2
Deuda de sociedades no financieras, consolidada (% del PIB)		98 (6)	40 (7)				31.0	28.3
Mercado de la vivienda								
Índice de precios de la vivienda, deflactado (variación % un año)	6 %			-02	02	-01	-05	-06
Índice de precios de la vivienda, nominal (variación % un año)		-20 (8)		3.4	4.7	4.4	6.8	1.4
Deuda pública								
Deuda bruta de las administraciones públicas (% del PIB)	60 %			35	47	49	48	47
Saldo de las administraciones públicas (en % del PIB)				-4.3	-9.2	-7.1	-6.5	-6.0
Sector bancario								
Total de los pasivos del sector financiero, no consolidado (variación % un año)	10,5 %			10	13	11	01	
Rentabilidad de los recursos propios (%)				12.3	9.0	13.1		
Ratio de capital ordinario de nivel 1		10.6 (9)		19.0	21.8	19.9		
Préstamos dudosos, brutos, entidades nacionales y extranjeras (% de los préstamos brutos)				4.3e	3.9e	3.4 p	3.1	
Mercado laboral								
Tasa de desempleo (media tres años)	10 %			05	05	06	06	06
Tasa de desempleo (nivel anual)		06 (10)		05	05	06	05	06
Tasa de actividad – % del total de la población de 15-64 años (variación tres años en puntos porcentuales)	-0,2 pp			01	02	03	02	02
Tasa de desempleo a largo plazo – % de población activa de 15-74 años (variación tres años en puntos porcentuales)	0,5 pp			-01	-01	00		
Tasa de desempleo juvenil – % de población activa de 15-24 años (variación tres años en puntos porcentuales)	2 pp			-05	-01	01		

Notas: Véase el anexo 1

Fuente: Servicios de la Comisión, Eurostat y BCE; Comisión Europea en el caso de las previsiones (otoño de 2022)

3.24. ESLOVENIA

En Eslovenia, persisten algunas inquietudes relacionadas con la evolución de los precios de la vivienda y el déficit público, si bien los riesgos asociados parecen ser limitados. El crecimiento de los precios nominales de la vivienda es uno de los más elevados de la UE, pero los precios de la vivienda no muestran signos de posible sobrevaloración. Las limitaciones en el lado de la oferta y la elevada inflación pueden afectar a la competitividad y al crecimiento a medio plazo. El déficit público sigue siendo elevado.

En el anterior ciclo del PDM, la Comisión no llevó a cabo un examen exhaustivo ni detectó desequilibrios macroeconómicos en Eslovenia. Este año, la Comisión no considera necesario llevar a cabo un análisis más profundo de Eslovenia.

Se prevé un crecimiento del PIB real del 6,2 % en 2022 y del 0,8 % en 2023. La inflación es elevada. En términos interanuales, disminuyó hasta el 10,3 % en octubre, con una inflación subyacente estimada en el 6,6, % en septiembre. Se prevé que los precios aumenten más rápidamente que los salarios.

La lectura del cuadro de indicadores de Eslovenia muestra que, en 2021, cuatro indicadores superaron sus umbrales indicativos, a saber, el crecimiento del coste laboral unitario nominal, el crecimiento de los precios reales de la vivienda, la deuda pública y la variación del desempleo juvenil. La lectura económica del cuadro de indicadores pone de relieve los siguientes fenómenos relevantes:

- Los problemas de **sostenibilidad exterior** no son pronunciados. Tras varios años de fuertes superávits, la balanza de pagos por cuenta corriente disminuyó hasta el 3,8 % del PIB en 2021. El principal factor determinante fue la disminución de la balanza comercial de los bienes, en particular, en menor medida, de los bienes energéticos. Se prevé que la balanza de pagos por cuenta corriente siga disminuyendo y pase a ser negativa en 2022. La posición de inversión internacional neta (PIIN) siguió aumentando de forma constante, hasta alcanzar el –6,8 % del PIB en 2021, y se prevé que avance hacia el equilibrio de aquí a 2024. La PIIN, excluidos los instrumentos sin riesgo de impago, es ligeramente positiva.

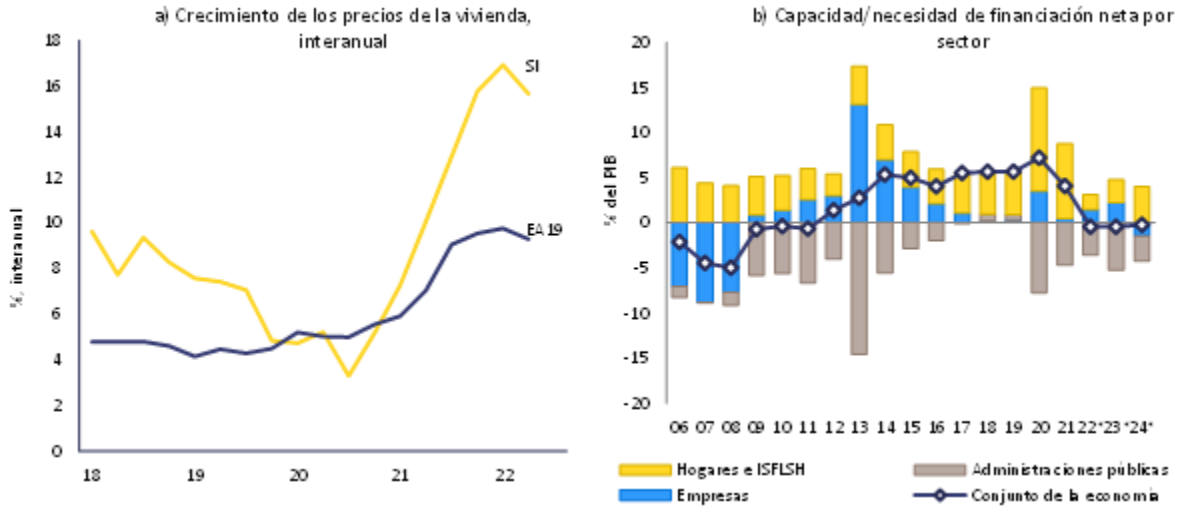
- **La competitividad de costes** no plantea todavía problemas sustanciales. El crecimiento del coste laboral unitario nominal se moderó sustancialmente en 2021, y se prevé que pase a ser negativo en 2022. Se prevé que los costes laborales unitarios aumenten en 2023. El tipo de cambio efectivo real basado en el IPCA se depreció ligeramente en 2021. En términos interanuales, se depreció en agosto de 2022.

- El altísimo crecimiento de los **precios de la vivienda** sigue siendo motivo de preocupación. El crecimiento de los precios nominales de la vivienda se aceleró del 4,6 % en 2020 al 11,5 % en 2021, uno de los ritmos más elevados de la UE. El crecimiento interanual de los precios nominales de la vivienda se situó en el 15,6 % en el segundo trimestre de 2022. Los indicadores de las diferencias de valoración no muestran signos de una posible sobrevaloración de los precios de la vivienda. Los datos recientes sobre transacciones indican una posible desaceleración del mercado.

- La dinámica de la **deuda pública** sigue siendo preocupante, a pesar de las mejoras. La deuda pública disminuyó hasta el 74,5 % del PIB en 2021, y se prevé que siga disminuyendo gradualmente. El déficit público sigue siendo elevado, pero disminuyó hasta el 4,7 % del PIB en 2021. Se prevé que siga disminuyendo en 2022, pero que aumente en 2023. Los riesgos para la sostenibilidad de la política fiscal son elevados tanto a medio como a largo plazo debido a la desfavorable situación presupuestaria inicial y al envejecimiento de la población.

- El **sector bancario** se mantiene estable. Aunque la capitalización está por debajo de la media de la UE, la rentabilidad aumentó en 2021 y se sitúa muy por encima de ella. La ratio de préstamos dudosos ha disminuido significativamente en los últimos años y sigue siendo baja.

Gráfico 3.24.1: **Gráficos seleccionados: Eslovenia**



Fuente: Eurostat, AMECO y servicios de la Comisión Europea

Cuadro 3.24.1: **Indicadores económicos y financieros seleccionados, Eslovenia**

	Umbrales	Valor de referencia I	Valor de referencia II	2019	2020	2021	previsiones 2022	previsiones 2023
Posición exterior								
Balanza de pagos por cuenta corriente, balanza de pagos (% del PIB, media tres años)	-4 % a 6 %			06	07	06	04	01
Balanza de pagos por cuenta corriente, balanza de pagos (% del PIB)		01 (1)	-01 (2)	06	08	04	-01	-01
Posición de inversión internacional neta (en % del PIB)	-35%	-63 (3)	05 (4)	-46	-46	-07	-02	00
NENDI - PIIN excluidos los instrumentos sin riesgo de impago (en % del PIB) (5)				0,8	1,6	9,7		
Competitividad								
Índice de costes laborales unitarios, nominales (variación % tres años)	9 % (28) 12 % (zona no euro)			08	15	13	07	06
Índice de costes laborales unitarios, nominales (variación % interanual)				04	07	01	-01	00
Tipo de cambio efectivo real – 42 socios comerciales, deflactor del IPCA (variación % tres años)	±5 % (28) ±11 % (zona euro)			01	02	00	-05	-07
Tipo de cambio efectivo real – 42 socios comerciales, deflactor del IPCA (variación % un año)				-01	01	-01	-05	-02
Cuota de mercado de las exportaciones – % de exportaciones mundiales (variación % cinco años)	-6 %			16	20	12	09	06
Cuota de mercado de las exportaciones – % de exportaciones mundiales (variación % un año)				01	02	-01	03	01
Deuda del sector privado								
Deuda del sector privado, consolidado (% del PIB)	133 %			69	70	66	64	59
Flujo de crédito al sector privado, consolidado (% del PIB)	14 %			01	-01	04	06	04
Deuda de los hogares, consolidado (% del PIB)		44 (6)	37 (7)	26,8	27,8	26,4	25,5	25,4
Deuda de sociedades no financieras, consolidado (% del PIB)		66 (6)	57 (7)				38,9	33,6
Mercado de la vivienda								
Índice de precios de la vivienda, deflactado (variación % un año)	6 %			05	05	09	03	02
Índice de precios de la vivienda, nominal (variación % un año)		00 (8)		6,7	4,6	11,5	10,5	3,3
Deuda pública								
Deuda bruta de las administraciones públicas (% del PIB)	60 %			65	80	75	70	70
Saldo de las administraciones públicas (en % del PIB)				0,6	-7,7	-4,7	-3,6	-5,2
Sector bancario								
Total de los pasivos del sector financiero, no consolidado (variación % un año)	16,5 %			10	14	14	02	
Rentabilidad de los recursos propios (%)				10,3	11,3	9,5		
Ratio de capital ordinario de nivel 1		10,6 (9)		17,8	16,7	16,9		
Préstamos dudosos brutos, entidades nacionales y extranjeras (% de los préstamos brutos)				3,4e	3,0e	2,1p	1,9	
Mercado laboral								
Tasa de desempleo (media tres años)	10 %			05	05	05	05	04
Tasa de desempleo (nivel anual)		06 (10)		04	05	05	04	04
Tasa de actividad – % del total de la población de 15-64 años (variación tres años en puntos porcentuales)	-0,2 pp			04	00	01	02	03
Tasa de desempleo a largo plazo – % de población activa de 15-74 años (variación tres años en puntos porcentuales)	0,5 pp			-02	-01	00		
Tasa de desempleo juvenil – % de población activa de 15-24 años (variación tres años en puntos porcentuales)	2 pp			-07	03	04		

Notas: Véase el anexo 1

Fuente: Servicios de la Comisión, Eurostat y BCE; Comisión Europea en el caso de las previsiones (otoño de 2022)

3.25. ESLOVAQUIA

En Eslovaquia, las inquietudes relacionadas con la competitividad de costes y la evolución de los precios de la vivienda, que ya existían antes de la pandemia de COVID-19, están aumentando. Se prevé que el crecimiento del coste laboral unitario nominal se acelere, y la inflación subyacente es muy elevada en comparación con la de otras economías de la zona del euro. El fuerte crecimiento de los precios de la vivienda se mantiene y va acompañado de aumentos sostenidos de la deuda de los hogares en los últimos años. El déficit por cuenta corriente está aumentando considerablemente. El elevado déficit público requiere un seguimiento estrecho.

En el anterior ciclo del PDM, la Comisión no llevó a cabo un examen exhaustivo ni detectó desequilibrios macroeconómicos en Eslovaquia. Este año, la Comisión considera oportuno examinar las nuevas vulnerabilidades emergentes y sus implicaciones en un examen exhaustivo de Eslovaquia.

Se prevé un crecimiento del PIB real del 1,9 % en 2022 y el 0,5 % en 2023. La inflación es muy elevada, también en comparación con muchos socios comerciales de la zona del euro. En términos interanuales, aumentó hasta el 14,5 % en septiembre, con una inflación subyacente estimada en el 9,3 %. Se prevé que los precios aumenten más rápidamente que los salarios.

La lectura del cuadro de indicadores de Eslovaquia muestra que, en 2021, cinco indicadores superaron sus umbrales indicativos, a saber, la posición de inversión internacional neta, el crecimiento del coste laboral unitario nominal, la deuda pública, el crecimiento de los pasivos del sector financiero y la variación del desempleo juvenil. La lectura económica del cuadro de indicadores pone de relieve los siguientes fenómenos relevantes:

- Las perspectivas de **sostenibilidad exterior** han empeorado. La balanza de pagos por cuenta corriente pasó a tener un déficit del –2,5 % del PIB en 2021. Se prevé que se deteriore notablemente durante este año y que siga siendo muy negativa, como consecuencia tanto de la balanza de energía como de la fuerte reducción de la balanza de bienes no energéticos. La pequeña mejora de la posición de inversión internacional neta (PIIN), que se situó en el –61 % del PIB en 2021, estuvo impulsada por el crecimiento del PIB y algunos efectos de valoración positivos. Se prevé un ligero deterioro en 2022, hasta que se recupere el ritmo de mejora. La mayor parte de la PIIN consiste en inversiones directas, lo que limita las inquietudes relacionadas con la posición exterior.

- Los problemas de **competitividad de costes**, que ya existían antes de la pandemia de COVID-19, están aumentando en mayor medida. Los costes laborales unitarios nominales aumentaron en 2021, si bien en menor medida que en años anteriores, pero se prevé que sigan aumentan considerablemente en 2022 y 2023, en el contexto de la elevada inflación subyacente de Eslovaquia y de fuertes aumentos de los salarios nominales. El tipo de cambio efectivo real basado en el IPCA se mantuvo prácticamente sin cambios en 2021 y, en términos interanuales, también se mantuvo prácticamente estable en agosto de 2022.

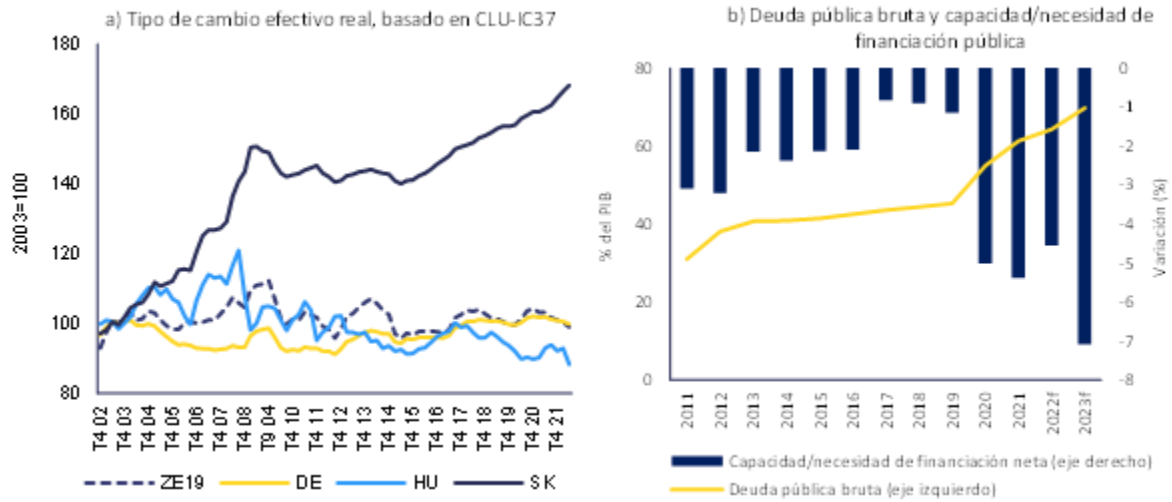
- La ratio de **deuda de los hogares** con respecto al PIB se sitúa por encima del valor de referencia fundamentales y se aproxima a los niveles prudenciales. La deuda de los hogares es considerablemente superior a la de los países comparables y se sitúa casi en el 50 % del PIB. Los flujos de crédito netos a los hogares fueron relativamente dinámicos en 2021, en torno al 4 % del PIB, y se prevé que aumenten en 2022. La ratio de deuda de los hogares con respecto al PIB se mantuvo prácticamente sin cambios en el primer semestre de 2022. El nivel de préstamos dudosos a los hogares es bajo y siguió disminuyendo en 2021.

- La evolución de los **precios de la vivienda** sigue siendo un motivo de preocupación. El crecimiento de los precios nominales de la vivienda se desaceleró desde el 9,6 % en 2020 al 6,4, % en 2021. El crecimiento interanual de los precios nominales de la vivienda aumentó hasta el 16,6 % en el segundo trimestre de 2022. Se estimó que, en 2021, los precios de la

vivienda estaban sobrevalorados en un 14 %. El crédito hipotecario ha sido muy dinámico y representa una fuente de riesgo. El aumento de los precios de los bienes inmuebles fue acusado, especialmente desde el segundo semestre de 2021.

- Los riesgos relacionados con la **deuda pública** están contenidos a corto plazo. La deuda pública aumentó hasta el 62,2 % del PIB en 2021, y superó por primera vez el umbral del cuadro de indicadores. Se prevé que continúe disminuyendo ligeramente, y vuelva a situarse por debajo del 60 % del PIB en 2022, lo que la sitúa todavía 12 puntos porcentuales por encima de la de 2019. El déficit público se ha deteriorado desde la pandemia y alcanzó el 5,5 % en 2021. Se prevé que el déficit público disminuya en 2022 y que vuelva a aumentar en 2023. Los riesgos para la sostenibilidad de la política fiscal son elevados tanto a medio como a largo plazo debido a la evolución a largo plazo de la deuda y al aumento de los costes del envejecimiento de la población.

Gráfico 3.25.1: **Gráficos seleccionados: Eslovaquia**



Fuente: Eurostat, AMECO y servicios de la Comisión Europea

Cuadro 3.25.1: **Indicadores económicos y financieros clave: Eslovaquia**

	Umbrales	Valor de referencia I	Valor de referencia II	2019	2020	2021	previsiones 2022	previsiones 2023
Posición exterior								
Balanza de pagos por cuenta corriente, balanza de pagos (% del PIB, media tres años)	– 4 %	6 %		-0,3	-0,2	-0,2	-0,3	-0,5
Balanza de pagos por cuenta corriente, balanza de pagos (% del PIB)		0,0 (1)	-0,9 (2)	-0,3	0,1	-0,3	-0,6	-0,5
Posición de inversión internacional neta (en % del PIB)	-35%	-35 (3)	-52 (4)	-0,6	-0,5	-0,1	-0,3	-0,7
NEIDI – PM excluidos los instrumentos financieros sujetos a riesgo de impago (en % del PIB) (5)				-14,1	-14,8	-14,7		
Competitividad								
Índice de costes laborales unitarios nominales (variación % tres años)	9 % (ZE) y 12 % (zona no euro)			1,4	1,5	1,4	1,7	1,7
Índice de costes laborales unitarios nominales (variación % interanual)				0,5	0,6	0,3	0,8	0,6
Tipo de cambio efectivo real – 42 socios comerciales, deflactor del IPCA (variación % tres años)	± 5 % (ZE) o ± 11% (no euro)			0,3	0,5	0,3	0,1	-0,1
Tipo de cambio efectivo real – 42 socios comerciales, deflactor del IPCA (variación % un año)				0,1	0,3	0,0	-0,1	0,1
Cuota de mercado de las exportaciones – % de exportaciones mundiales (variación % cinco años)	– 6 %			0,1	0,7	-0,3	-0,7	-0,9
Cuota de mercado de las exportaciones – % de exportaciones mundiales (variación % un año)				-0,2	0,3	-0,4	-0,5	-0,1
Deuda del sector privado								
Deuda del sector privado, consolidado (% del PIB)	133 %			9,1	9,5	9,5	9,5	7,9
Flujo de crédito al sector privado, consolidado (% del PIB)	14%			0,5	0,3	0,6	0,8	0,2
Deuda de los hogares, consolidado (% del PIB)		49 (6)	30 (7)	43,4	45,6	47,6	49,3	47,5
Deuda de sociedades no financieras, consolidado (% del PIB)		75 (6)	47 (7)				45,5	31,8
Mercado de la vivienda								
Índice de precios de la vivienda, deflactado (variación % un año)	6 %			0,6	0,7	0,3	-0,1	-0,4
Índice de precios de la vivienda, nominal (variación % un año)		9,0 (8)		9,1	9,6	6,4	10,0	5,9
Deuda pública								
Deuda bruta de las administraciones públicas (% del PIB)	60%			48	59	62	60	57
Saldo de las administraciones públicas (en % del PIB)				-1,2	-5,4	-5,5	-4,2	-4,8
Sector bancario								
Total de los pasivos del sector financiero, no consolidado (variación % un año)	16,5 %			0,6	1,0	2,4	0,3	
Rentabilidad de los recursos propios (%)				8,3	5,3	8,4		
Ratio de capital ordinario de nivel 1		10,5 (9)		15,8	16,8	16,7		
Préstamos dudosos: brutos, entidades nacionales y extranjeras (% de los préstamos brutos)				2,9e	2,5e	2,0p	1,9	
Mercado laboral								
Tasa de desempleo (media tres años)	10%			0,7	0,6	0,6	0,7	0,7
Tasa de desempleo (nivel anual)		0,7 (10)		0,6	0,7	0,7	0,6	0,6
Tasa de actividad – % del total de la población de 15-64 años (valor más alto entre tres años: encuentros porcentuales)	-0,2 pp			0,1	0,0	0,0	0,1	0,2
Tasa de desempleo a largo plazo – % de población activa de 15-74 años (variación tres años en puntos porcentuales)	0,5pp			-0,3	-0,2	-0,1		
Tasa de desempleo juvenil – % de población activa de 15-24 años (variación tres años en puntos porcentuales)	2pp			-0,6	0,0	0,5		

Notas: Véase el anexo 1

Fuente: Servicios de la Comisión, Eurostat y BCE; Comisión Europea en el caso de las previsiones (otoño de 2022)

3.26. FINLANDIA

En Finlandia, el endeudamiento de los hogares es elevado, si bien los riesgos asociados parecen ser limitados. Prácticamente todos los préstamos para la adquisición de vivienda se conceden a tipos de interés variable, lo que expone a los hogares a los riesgos derivados de unos posibles tipos más elevados. El sistema bancario parece fuerte y resiliente, a pesar de las importantes exposiciones transfronterizas, especialmente con otros países nórdicos.

En el anterior ciclo del PDM, la Comisión no llevó a cabo un examen exhaustivo ni detectó desequilibrios macroeconómicos en Finlandia. Este año, la Comisión no considera necesario llevar a cabo un análisis más profundo de Finlandia.

Se prevé un crecimiento del PIB real del 2,3 % en 2022 y del 0,2 % en 2023. La inflación es elevada, si bien es inferior a la de muchos otros países de la zona del euro. En términos interanuales, la inflación disminuyó hasta el 8,3 % en octubre, con una inflación subyacente estimada en el 4,4 %. Se prevé que los precios aumenten más rápidamente que los salarios.

La lectura del cuadro de indicadores de Finlandia muestra que, en 2021, dos indicadores superaron sus umbrales indicativos, a saber, la deuda privada y la deuda pública. La lectura económica del cuadro de indicadores pone de relieve los siguientes fenómenos relevantes:

- Las inquietudes relativas a la **competitividad de costes** son limitadas. Los costes laborales unitarios nominales siguieron aumentando en 2021 y se prevé que sigan aumentando, aunque Finlandia está experimentando una inflación subyacente inferior a la de muchos otros países de la zona del euro. El tipo de cambio efectivo real basado en el IPCA se depreció ligeramente en 2021. En términos interanuales, se depreció en agosto de 2022.

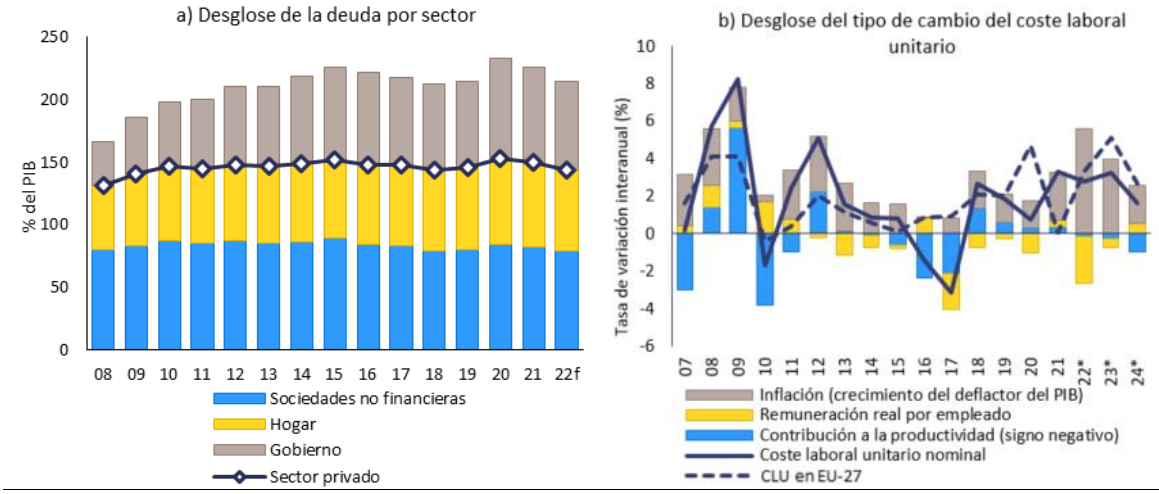
- La ratio de **deuda de los hogares** con respecto al PIB se mantiene por encima de los valores de referencia fundamentales, no obstante, ha disminuido en 2021 y se ha mantenido prácticamente estable en el primer semestre de 2022, ya que se espera que los flujos de crédito netos sigan siendo moderados. También se prevé que el crecimiento del PIB nominal respalde el desapalancamiento en 2022. La deuda dudosa de los hogares sigue siendo baja. Prácticamente todos los préstamos para adquisición de vivienda son a tipo variable.

- La evolución de los **precios de la vivienda** sigue siendo un motivo de ligera preocupación. El crecimiento de los precios nominales de la vivienda se aceleró al 4,6 % en 2021. El crecimiento interanual de los precios nominales de la vivienda se situó en el 2,2 % en el segundo trimestre de 2022. Los indicadores de las diferencias de valoración no muestran signos de una posible sobrevaloración de los precios de la vivienda.

- Los riesgos asociados a la **deuda pública** son limitados. Esta disminuyó hasta el 72,4 % del PIB en 2021, y se prevé que se estabilice en torno a ese nivel, si bien se mantendrá por encima del nivel de 2019. El déficit público disminuyó hasta el 2,7 % del PIB en 2021, y se prevé que siga disminuyendo. Los riesgos para la sostenibilidad de la política fiscal son medios tanto a medio como a largo plazo.

- El **sector bancario** sigue siendo estable y resiliente. El capital de nivel 1 fue muy superior a la media de la UE en 2021, y la rentabilidad era elevada. La ratio de préstamos dudosos es muy baja y ha seguido disminuyendo en 2021. Los riesgos para la estabilidad financiera siguen siendo limitados, a pesar de las importantes exposiciones transfronterizas, especialmente con otros países nórdicos.

Gráfico 3.26.1: **Gráficos seleccionados: Finlandia**



Fuente: Eurostat, AMECO y servicios de la Comisión Europea

Cuadro 3.26.1: **Indicadores económicos y financieros clave: Finlandia**

	Umbrales	Valor de referencia I	Valor de referencia II	2019	2020	2021	previsiones 2022	previsiones 2023
Posición exterior								
Balanza de pagos por cuenta corriente, balanza de pagos (% del PIB, media tres años)	– 4 % / 6 %			-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0
Balanza de pagos por cuenta corriente, balanza de pagos (% del PIB)		-0,1 (t-1)		0,0 (2)	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0
Posición de inversión internacional neta (en % del PIB)	-35 %	-76 (3)	0,2 (t-1)	0,4	-0,4	-0,1	0,5	0,4
NENDI – PNN excluidos los instrumentos sin riesgo de impago (en % del PIB) (3)				6,9	5,8	15,8		
Competitividad								
Índice de costes laborales unitarios nominales (variación % tres años)	9 % (2f) 12 % (zona no euro)			0,1	0,5	0,6	0,7	1,0
Índice de costes laborales unitarios nominales (variación % interanual)				0,2	0,1	0,3	0,3	0,3
Tipo de cambio efectivo real – 42 socios comerciales, deflactor del IPCA (variación % tres años)	± 5 % (2f) o ± 11 % (zona no euro)			0,0	0,2	-0,1	-0,2	-1,0
Tipo de cambio efectivo real – 42 socios comerciales, deflactor del IPCA (variación % un año)				-0,2	0,2	-0,1	-0,5	-0,4
Cuotade mercado de las exportaciones – % de exportaciones mundiales (variación % cinco años)	– 6 %			0,3	1,2	0,5	-0,2	-0,3
Cuotade mercado de las exportaciones – % de exportaciones mundiales (variación % un año)				0,3	0,1	-0,4	-0,2	0,0
Deuda del sector privado								
Deuda del sector privado, consolidado (% del PIB)	133 %			146	153	150	144	141
Flujo de crédito al sector privado, consolidado (% del PIB)	14 %			0,7	0,6	0,6	0,6	0,7
Deuda de los hogares, consolidado (% del PIB)		55 (t)	59 (7)	65,6	69,0	67,8	64,7	63,5
Deuda de sociedades no financieras, consolidado (% del PIB)		66 (t)	89 (7)				78,6	77,4
Mercado de la vivienda								
Índice de precios de la vivienda, deflactado (variación % un año)	6 %			-0,1	0,1	0,3	-0,6	-0,2
Índice de precios de la vivienda, nominal (variación % un año)		-0,2 (t)		0,4	1,8	4,6	2,4	2,0
Deuda pública								
Deuda bruta de las administraciones públicas (% del PIB)	60 %			6,5	7,5	7,2	7,1	7,2
Saldo de las administraciones públicas (en % del PIB)				-0,9	-5,5	-2,7	-1,4	-2,3
Sector bancario								
Total de los pasivos del sector financiero, no consolidado (variación % un año)	16,5 %			0,8	0,8	0,9	0,9	
Rentabilidad de los recursos propios (%)				4,9	5,8	9,2		
Ratio de capital ordinario de nivel 1		10,6 (t)		17,6	18,1	17,8		
Préstamos dudosos brutos, entidades nacionales y extranjeras (% de los préstamos brutos)				1,4e	1,5e	1,2p	1,0	
Mercado laboral								
Tasa de desempleo (media tres años)	10 %			0,6	0,7	0,7	0,6	0,7
Tasa de desempleo (nivel anual)		0,7 (10)		0,7	0,8	0,8	0,7	0,7
Tasa de actividad – % del total de la población de 15-64 años (variación tres años en puntos porcentuales)	-0,2 pp			0,2	0,2	0,2	0,3	0,3
Tasa de desempleo a largo plazo – % de población activa de 15-74 años (variación tres años en puntos porcentuales)	0,5 pp			-0,1	-0,1	0,0		
Tasa de actividad – % de la población inactiva de 15-24 años (variación tres años en puntos porcentuales)	2 pp			-0,3	0,1	0,0		

Notas: Véase el anexo 1

Fuente: Servicios de la Comisión, Eurostat y BCE; Comisión Europea en el caso de las previsiones (otoño de 2022)

3.27. SUECIA

En Suecia, persisten las inquietudes relacionadas con el persistente elevado crecimiento de los precios de la vivienda y la elevada deuda de los hogares y las empresas. Si bien el crecimiento nominal de los precios de la vivienda se está reduciendo, sigue siendo elevado, en un contexto de sobrevaloración estimada de los precios de la vivienda.

En el anterior ciclo del PDM, la Comisión llevó a cabo un examen exhaustivo y llegó a la conclusión de que Suecia presenta desequilibrios macroeconómicos. Este año, la Comisión considera oportuno examinar la persistencia de los desequilibrios o su corrección en un examen exhaustivo de Suecia.

Se prevé un crecimiento del PIB real del 2,9 % en 2022 y el –0,6 % en 2023. La inflación es elevada, aunque algo inferior a la de muchos otros países de la UE, en paralelo a un endurecimiento significativo de la política monetaria. En términos interanuales, aumentó hasta el 10,3 % en septiembre, con una inflación subyacente estimada en el 5,8 %. Se prevé que los precios aumenten más rápidamente que los salarios.

La lectura del cuadro de indicadores de Suecia muestra que, en 2021, cuatro indicadores superaron sus umbrales indicativos, a saber, el crecimiento de los precios reales de la vivienda, los flujos de crédito al sector privado, la deuda del sector privado y la variación del desempleo juvenil. La lectura económica del cuadro de indicadores pone de relieve los siguientes fenómenos relevantes:

- En la actualidad, la evolución de la **competitividad de costes** no parece preocupante. Los costes laborales unitarios nominales solo aumentaron ligeramente en 2021, pero se prevé que aumenten en mayor medida en 2022 y 2023. Sin embargo, el tipo de cambio efectivo real basado en el IPCA aumentó en 2021. No obstante, en términos interanuales, se había depreciado notablemente en agosto de 2022. El tipo de cambio nominal se redujo en 2022. El sólido superávit de la balanza de pagos por cuenta corriente mitiga los riesgos de grandes fluctuaciones monetarias. El superávit se redujo hasta el 5,4 % del PIB y se prevé que siga reduciéndose en 2022. La posición de inversión internacional neta es positiva y se prevé que aumente.

- La ratio de deuda de las **sociedades no financieras** con respecto al PIB sigue siendo una de las más elevadas de la UE y aumentó hasta el 123 % en 2021. Se mantiene por encima de los valores de referencia tanto prudenciales como fundamentales y es 11 puntos porcentuales superior a la de 2019. La elevada proporción de préstamos transfronterizos intragrupo en la deuda de las empresas reduce los riesgos. El endeudamiento de las empresas va acompañado del aumento de los colchones de liquidez de estas, que mitigan aún más los riesgos, si bien algunas partes del sector empresarial están expuestas a los aumentos de los precios de la energía y de los tipos de interés. Los flujos de crédito a las sociedades no financieras, en porcentaje del PIB, son elevados. Los activos inmobiliarios comerciales son una fuente particular de preocupación, también por la forma en que se financian.

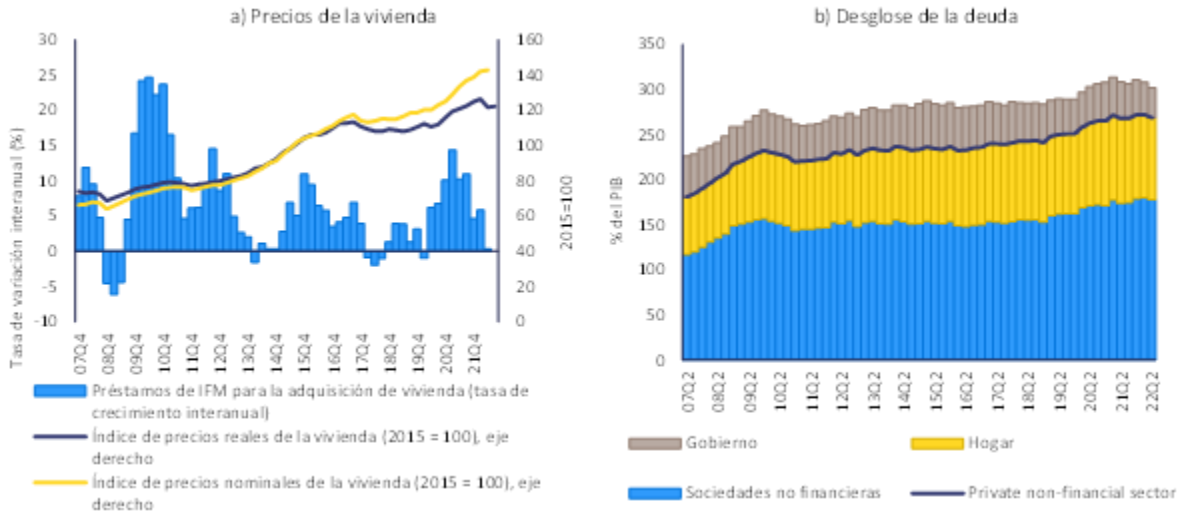
- La ratio de **deuda de los hogares** con respecto al PIB sigue siendo una de las más elevadas de la UE, y es superior a los valores de referencia prudenciales y fundamentales. En 2021, ha descendido en relación con el PIB y siguió disminuyendo ligeramente en el primer semestre de 2022 como consecuencia del dinamismo de los flujos de crédito netos. En relación con la renta bruta (GDI) de los hogares, la deuda de los hogares ha aumentado de forma constante desde 2013 hasta alcanzar cerca del 190 % del PIB en 2021. La deuda dudosa de los hogares sigue siendo baja, pero los costes del servicio de la deuda están aumentando rápidamente con los tipos de interés. Más de dos tercios de las hipotecas tienen tipos de interés variables fijados solo hasta un año.

- El altísimo crecimiento de los **precios de la vivienda** sigue siendo motivo de preocupación. El crecimiento de los precios nominales de la vivienda se aceleró del 4,2 % al 10,1 % en 2021, y creció a uno de los ritmos más elevados de la UE. El crecimiento interanual de los precios

nominales de la vivienda se desaceleró hasta el 7,1 % en el segundo trimestre de 2022. Se estimó que los precios de la vivienda estaban sobrevalorados en un 35 % en 2021, uno de los porcentajes más altos de la UE. Los precios de la vivienda comenzaron a disminuir notablemente a partir de mediados de 2022, tras las subidas de los tipos de interés y de los precios de la energía, lo que presionó las finanzas de los hogares, ya que los niveles de deuda siguen siendo elevados.

- **El sector bancario** sigue estando saneado. La ratio de capital de nivel 1 se acerca a la media de la UE y la rentabilidad es muy elevada. La ratio de préstamos dudosos es muy baja. La concesión de créditos tanto a las empresas como a los hogares es la más elevada de la UE y se ha acelerado en 2021. La corrección en curso de los precios de la vivienda y los cambios en las condiciones de los bienes inmuebles comerciales representan un desafío para el sector financiero. El sector también depende en gran medida de los mercados internacionales y de los préstamos interbancarios entre bancos suecos para su financiación, lo que expone al sector bancario a los riesgos del mercado mundial.

Gráfico 3.27.1: **Gráficos seleccionados: Suecia**



Fuente: Eurostat, BCE (partidas del balance) y servicios de la Comisión Europea.

Cuadro 3.27.1: **Indicadores económicos y financieros clave: Suecia**

	Umbrales	Valor de referencia I	Valor de referencia II	2019	2020	2021	previsiones 2022	previsiones 2023
Posición exterior								
Balanza de pagos: por cuenta corriente, balanza de pagos (% del PIB, media tres años)	– 4 %/6 %			0,4	0,5	0,6	0,5	0,4
Balanza de pagos: por cuenta corriente, balanza de pagos (% del PIB)		0,1 (1)	0,0 (2)	0,6	0,6	0,5	0,3	0,3
Posición de inversión internacional neta (en % del PIB)	-35%	-67 (3)	0,4 (4)	1,3	0,9	2,1	3,6	4,0
NEWD - Pérdida/ausencia de instrumentos sin riesgo de impago (en % del PIB) (5)				-11,4	-10,9	-2,0		
Competitividad								
Índice de costes laborales unitarios nominales (variación % tres años)	9 % (DE)/12 % (zona no euro)			0,7	0,9	0,6	0,7	0,9
Índice de costes laborales unitarios nominales (variación % trimestral)				0,2	0,3	0,1	0,3	0,5
Tipo de cambio efectivo real – 42 socios comerciales, deflactor del IPCA (variación % tres años)	± 5 % (DE)/± 11 % (zona no euro)			-0,8	-0,5	0,2	-0,2	-0,9
Tipo de cambio efectivo real – 42 socios comerciales, deflactor del IPCA (variación % un año)				-0,1	0,3	0,3	-0,8	-0,1
Cuota de mercado de las exportaciones – % de exportaciones mundiales (variación % cinco años)	– 6 %			-0,3	0,3	-0,1	0,2	0,2
Cuota de mercado de las exportaciones – % de exportaciones mundiales (variación % un año)				0,3	0,1	-0,3	0,0	-0,3
Deuda del sector privado								
Deuda del sector privado, consolidado (% del PIB)	133 %			200	213	215	212	200
Flujo de crédito al sector privado, consolidado (% del PIB)	14 %			1,0	1,4	1,7	1,5	1,2
Deuda de los hogares, consolidado (% del PIB)		70 (6)	78 (7)	88,5	93,7	92,5	90,2	88,8
Deuda de sociedades no financieras, consolidado (% del PIB)		82 (6)	95 (7)				121,6	111,4
Mercado de la vivienda								
Índice de precios de la vivienda, deflactado (variación % un año)	6 %			0,0	0,3	0,8	0,6	-0,8
Índice de precios de la vivienda, nominal (variación % un año)		3,5 (8)		2,5	4,2	10,1	6,5	1,9
Deuda pública								
Deuda bruta de las administraciones públicas (% del PIB)	60 %			3,5	4,0	3,6	3,2	2,9
Saldo de las administraciones públicas (en % del PIB)				0,6	-2,8	-0,1	0,2	0,2
Sector bancario								
Total de los pasivos del sector financiero, no consolidado (variación % un año)	16,5 %			1,2	1,1	1,1	0,1	
Rentabilidad de los recursos propios (%)				10,9	8,4	10,0		
Ratio de capital ordinario de nivel 1		10,6 (9)		17,7	19,2	19,2		
Préstamos dudosos brutos, entidades nacionales y extranjeras (% de los préstamos brutos)				1,1e	1,0e	1,0p	0,8	
Mercado laboral								
Tasa de desempleo (media tres años)	10 %			0,7 b	0,7 b	0,8	0,8	0,8
Tasa de desempleo (nivel anual)		0,7 (10)		0,7	0,9	0,9	0,7	0,8
Tasa de actividad – % del total de la población de 15-64 años (variación tres años en puntos porcentuales)	-0,2 pp			0,1	0,0	0,1 b	0,1	0,1
Tasa de desempleo a largo plazo - % de población activa de 15-74 años (variación tres años en puntos porcentuales)	0,5 pp			-0,1	0,0	0,0		
Tasa de desempleo juvenil – % de población activa de 15-24 años (variación tres años en puntos porcentuales)	2 pp			0,1	0,6	0,6		

Notas: Véase el anexo 1

Fuente: Servicios de la Comisión, Eurostat y BCE; Comisión Europea en el caso de las previsiones (otoño de 2022)

Cuadro A1.1: **Nota de los cuadros de la sección «Países»**

Nota: Las cifras destacadas son las que se sitúan en el umbral o por encima. Marcadores: b: Interrupción en la serie. d: Diferente definición. e: Estimación. p: Provisional.

1) Balanzas de pagos por cuenta corriente correspondientes a las variables económicas fundamentales (normas de la balanza de pagos por cuenta corriente): se obtienen a partir de regresiones reducidas que integran los principales determinantes del equilibrio ahorro-inversión, incluidos los determinantes de las variables económicas fundamentales, los factores políticos y las condiciones financieras mundiales. Véase L. Coutinho et al. (2018) Methodologies for the assessment of current account benchmarks [Metodologías para la evaluación de los índices de referencia de la balanza de pagos por cuenta corriente], European Economy, Documento de reflexión 86/2018.

2) Cuenta corriente necesaria para estabilizar la PIIN por encima del – 35 % del PIB a lo largo de 20 años: en los cálculos se utilizan las proyecciones T+10 de la Comisión. Véase L. Coutinho et al. (2018) Methodologies for the assessment of current account benchmarks [Metodologías para la evaluación de los índices de referencia de la balanza de pagos por cuenta corriente], European Economy, Documento de reflexión 86/2018.

3) Valor de referencia prudencial PIIN//NENDI: el umbral prudencial de la PIIN es el nivel específico del país por encima del cual las estimaciones indican que hay más probabilidades de crisis de la balanza de pagos. Casualmente, el umbral de la NENDI es el mismo. Turrini A. y S. Zeugner (2019) Benchmarks for Net International Investment Positions [Valores de referencia de las posiciones de inversión internacional neta], European Economy, Documento de reflexión 097/2019 (mayo).

4) Valor de referencia de la NIIP explicada por las variables fundamentales (norma PIIN): PIIN alcanzada si un país había mantenido su balanza por cuenta corriente en consonancia con las variables económicas fundamentales desde 1994. Por lo tanto, representa la parte de la PIIN que puede explicarse por las variables fundamentales. Turrini A. y S. Zeugner (2019) Benchmarks for Net International Investment Positions [Valores de referencia de las posiciones de inversión internacional neta], European Economy, Documento de reflexión 097/2019 (mayo).

5) PIIN excluidos los instrumentos sin riesgo de impago (NENDI): 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 IED transfronteriza intraempresa, y representa la PIIN sin los instrumentos que no pueden ser objeto de impago. Turrini A. y S. Zeugner (2019) Benchmarks for Net International Investment Positions [Valores de referencia de las posiciones de inversión internacional neta], European Economy, Documento de reflexión 097/2019 (mayo).

6) El valor de referencia fundamental para las ratios de deuda de las sociedades no financieras y deuda de los hogares en relación con el PIB: definido como la balanza por cuenta corriente media requerida para alcanzar y estabilizar la PIIB al – 35 % del PIB en los próximos 20 años. Bricongne, J. C., Coutinho, L., Turrini, A., Zeugner, S. (2019), Is Private Debt Excessive? [¿Es la deuda privada excesiva?], Open Economies Review, 1-42.

7) Umbral prudencial para las ratios de deuda de las sociedades no financieras y deuda de los hogares en relación con el PIB: corresponde al nivel por encima del cual el riesgo de crisis es elevado. Se obtiene mediante regresiones que minimizan las probabilidades de que se pase por alto una crisis y de que se tengan en cuenta alertas falsas. Bricongne, J. C., Coutinho, L., Turrini, A., Zeugner, S. (2019), Is Private Debt Excessive? [¿Es la deuda privada excesiva?], Open Economies Review, 1-42.

8) Brecha media en el precio de la vivienda: es la media simple de las ratios precios/renta y precios/alquileres y las brechas de valoración del modelo. La brecha de valoración del modelo se estima en un marco de cointegración utilizando un sistema de cinco variables fundamentales: población total, parque de vivienda real, renta real disponible per cápita, tipo de interés real a largo plazo y deflactor de precios del gasto en consumo final. Basado en Philiponnet, N., Turrini, A. (2017), Assessing House Price Developments in the EU [Evaluación de la evolución de los precios de la vivienda en la UE], European Economy, Documentos de reflexión 2015-048, Dirección General de Asuntos Económicos y Financieros (DG ECFIN), Comisión Europea.

9) Ratio de capital ordinario de nivel 1 exigida por el BCE en el proceso de revisión y evaluación supervisora de 2021.

Fuente: Servicios de la Comisión Europea.

ANEXO 2: PREVISIONES Y PREVISIONES A MUY CORTO PLAZO DE LOS INDICADORES DEL CUADRO DE INDICADORES

Para mejorar los elementos prospectivos de la lectura del cuadro de indicadores, el análisis del IMA también se basa, siempre que es posible, en previsiones para 2022 y años posteriores. Estas cifras se basan en las previsiones del otoño de 2022 de la Comisión, siempre y cuando estas estén disponibles. De no estarlo, las cifras muestran en su mayoría previsiones elaboradas por los servicios de la Comisión para este IMA.

El cuadro que figura a continuación resume las hipótesis utilizadas para las cifras de las previsiones de los indicadores principales. Las cifras del PIB usadas como denominador en algunas ratios proceden de las previsiones del otoño de 2022 de la Comisión.

En el caso de los porcentajes de variación plurianuales (como la variación en cinco años de las cuotas de mercado de las exportaciones), solo los componentes de 2022 y 2023 están basados en previsiones, mientras que los componentes relativos a 2021 o años anteriores emplean los datos de Eurostat en que se basa el cuadro de indicadores del PDM.

Cuadro 1: **Planteamientos aplicados a las previsiones y las previsiones a muy corto plazo de los indicadores principales del PDM**

Indicador	Enfoque	Fuentes de información
Balanza de pagos por cuenta corriente, % del PIB (media tres años)	Valores de las previsiones del otoño de 2022 de la Comisión sobre la balanza de pagos por cuenta corriente (concepto de la balanza de pagos)	AMECO
Posición de inversión internacional neta (en % del PIB)	Previsiones de los servicios de la Comisión basadas en las previsiones del otoño de 2022 de la Comisión relativas a la capacidad/necesidad de financiación neta de la economía en su conjunto.	Servicios de la Comisión
Tipo de cambio efectivo real – 42 socios comerciales, deflactor del IPCA (variación % tres años)	Valores basados en las previsiones del otoño de 2022 de la Comisión	AMECO
Cuota de mercado de las exportaciones – % de exportaciones mundiales (variación % cinco años)	Las cifras se basan en las previsiones del otoño de 2022 de la Comisión sobre i) exportaciones nominales de bienes y servicios para Estados miembros (concepto de las cuentas nacionales), y ii) exportaciones de bienes y servicios en volúmenes para el resto del mundo, que se convierten en valores nominales con el deflactor de las importaciones de los EE. UU. y las previsiones de los tipos de cambio EUR/USD.	AMECO
Índice de costes laborales unitarios nominales, 2010=100 (variación % tres años)	Valores de las previsiones del otoño de 2022 de la Comisión	AMECO
Índice de precios de la vivienda (2015 = 100), deflactado (variación % un año)	Previsiones realizadas por los servicios de la Comisión	Servicios de la Comisión
Flujo de crédito al sector privado, consolidado (% del PIB)	Previsiones realizadas por los servicios de la Comisión	Servicios de la Comisión
Deuda del sector privado, consolidado (% del PIB)	Previsiones realizadas por los servicios de la Comisión	Servicios de la Comisión
Deuda bruta de las administraciones públicas (% del PIB)	Valores de las previsiones del otoño de 2022 de la Comisión	AMECO

Tasa de desempleo (media tres años)	Valores de las previsiones del otoño de 2022 de la Comisión	AMECO
Total de los pasivos del sector financiero, no consolidado (variación % un año)	Previsiones realizadas por los servicios de la Comisión	Servicios de la Comisión
Tasa de actividad – % del total de la población de 15-64 años (variación % tres años)	Previsiones realizadas por los servicios de la Comisión	Servicios de la Comisión

Año 2021	Desequilibrios externos y competitividad					Desequilibrios internos						Indicadores de empleo[1]		
	Balanza de pagos por cuenta corriente, % del PIB (media tres años)	Posición de inversión internacional neta (en % del PIB)	Tipo de cambio efectivo real – 42 socios comerciales, deflactor del IPCA (variación % tres años)	Cuota de mercado de las exportaciones – % de exportaciones mundiales (variación % cinco años)	Índice de costes laborales unitarios nominales (2015=100), (variación % tres años)	Índice de precios de la vivienda (2015 = 100), deflactado (variación % un año)	Flujo de crédito al sector privado, consolidado (% del PIB)	Deuda del sector privado, consolidado (% del PIB)	Deuda bruta de las administraciones públicas (% del PIB)	Tasa de desempleo (media tres años)	Total de los pasivos del sector financiero, no consolidado (variación % un año)	Tasa de actividad – % del total de la población de 15-64 años (variación % tres años)	Tasa de desempleo de larga duración - % de población activa de 15-74 años (variación tres años en puntos porcentuales)	Tasa de de desempleo juvenil – % del total de la población activa de 15-24 años (variación tres años en puntos porcentuales)
Umbrales	– 4 %/+6 %	– 35 %	± 5 % (ZE) ± 11 % (zona no	– 6 %	9 % (ZE) 12 % (zona no euro)	6 %	14 %	133 %	60 %	10 %	16,5 %	-0,2 pp	0,5 pp	2 pp
BE	0,5	50,9	0,6	2,4	5,4p	4,5	3,8p	169,0p	109,2	5,9	7,5	1,1	0,0	2,2
BG	0,5	- 18,4	3,8	12,2	16,4	2,5p	4,4	84,4	23,9	5,5	9,5	0,6	- 1,0	- 0,1
CZ	0,5	- 15,6	5,0	- 1,1	13,9	16,4	2,9	78,8	42,0	2,5	7,9	0,0	0,1	1,5
DK	8,5	77,0	- 1,1	6,5	6,1	9,5	12,3	214,7	36,6	5,2	11,7	1,4	0,0	0,3
DE	7,3	70,7	0,5	- 5,9	7,4p	8,2p	5,7p	120,4p	68,6	3,4b	7,2	1,2	- 0,2	0,3
EST	- 0,1	- 13,0	1,9	17,8	10,7	10,4	6,5	95,3	17,6	5,9	17,5	- 0,2	0,3	4,7
IE	- 4,2	- 145,5	- 2,6	39,9	- 7,9	4,2	2,6p	168,1p	55,4	5,7	18,8p	1,8	- 0,3	0,7
EL	- 5,0	- 171,9	- 3,1	9,6	4,0p	6,4e	-0,1p	120,7p	194,5	16,7	14,3	- 0,8	- 3,3	- 5,7
ES	1,2	- 71,5	- 0,5	- 10,5	12,3p	1,5	2,5p	139,1p	118,3	14,8d	6,6	0,0d	-0,2d	0,5d
FR	- 0,3	- 32,1	- 0,4	- 11,4	4,6p	4,7	6,5p	167,8p	112,8	8,1d	7,3p	0,2d	-0,2d	-3,1d
HR	1,8	- 35,1	- 1,5	7,9	6,4p	4,5	3,0p	88,5p	78,4	7,2	11,7	2,4	- 0,6	- 1,8
IT	3,4	8,1	- 1,8	- 6,2	4,6	0,9	3,3	113,5	150,3	9,6	6,2	- 1,1	- 1,1	- 2,5
CY	- 7,5	- 117,8	- 2,4	24,9	4,1p	- 4,3	4,3p	248,4p	101,0	7,4	- 0,8	1,7	- 0,1	- 3,1
LV	- 0,7	- 27,4	2,3	13,4	14,5	7,3	0,9	58,0	43,6	7,3	13,2	- 1,8	- 1,1	2,6
LT	4,0	- 7,4	4,4	37,9	19,2	11,0	5,9	53,9	43,7	7,3	25,2	0,9	0,6	3,2
LU	4,2	30,6	0,6	13,1	11,2p	12,4	53,9p	340,6p	24,5	5,9	11,4	2,1	0,4	2,7
HU	- 1,9	- 53,1	- 4,1	0,0	12,4p	10,0p	12,7p	80,5p	76,8	3,8	16,4	2,1	- 0,1	3,6
MT	- 0,8	52,8	- 1,2	- 0,9	12,9	3,8p	9,4	131,8	56,3	3,8	7,7	3,5	- 0,9	0,3
NL	6,4	93,0	2,2	1,1	11,2p	11,2p	11,7p	229,3p	52,4	4,5	-0,3p	1,0	- 0,4	0,4
AT	1,9	14,7	1,2	- 2,7	9,9	9,9	7,4	129,7	82,3	5,7	8,0	0,1	0,3	1,0
PL	0,3	- 39,5	- 0,4	24,9	9,9b	3,7	4,0	71,6	53,8	3,3	13,6	3,4	- 0,1	0,1
PT	- 0,6	- 94,7	- 2,8	- 5,3	12,5p	7,9	4,0p	156,9p	125,5	6,8	7,1	0,7	- 0,3	3,1
RO	- 5,7	- 47,2	1,0	10,6	14,4p	- 1,1	3,8p	48,1p	48,9	5,5	14,3	3,2	- 0,2	0,5
SI	5,8	- 6,8	- 0,4	11,6	12,8	7,8	3,5	66,4	74,5	4,7	14,1	0,6	- 0,3	3,9
SK	- 1,8	- 61,0	3,1	- 2,9	14,1	3,0	5,5	95,0	62,2	6,4	24,0	0,2	- 0,8	4,8
FI	0,3	- 1,4	- 0,7	4,9	6,0	2,8	6,1	150,1	72,4	7,4	9,4	1,8	- 0,2	- 0,2
SE	5,6	21,2	2,1	- 1,0	5,5	8,1	16,6	215,2	36,3	8,1	10,9	0,6b	0,2	7,9

Las cifras destacadas son las que se sitúan en el umbral o por encima del mismo. Indicaciones: b: interrupción en la serie, p: provisional, e: estimación.

1) Para los indicadores de empleo, véase la página 2 del INM 2016. 2) Índice de precios de la vivienda, e = estimación por BCN para EL. 3) Indicadores de empleo, d = España y Francia han evaluado el vínculo con el empleo y han incluido entre los empleados a aquellos cuyo período de ausencia del trabajo es de duración desconocida, pero que se espera que vuelvan al mismo puesto de trabajo una vez que las medidas de salud COVID-19 lo permitan.

Fuente: Comisión Europea, Eurostat y Dirección General de Asuntos Económicos y Financieros (para el tipo de cambio real efectivo (), y datos del Fondo Monetario Internacional, Perspectivas de la economía mundial (para las exportaciones en volumen mundial de bienes y servicios)

Año 2021	PIB real (variación % un año)	Formación bruta de capital fijo (% del PIB)	gastos internos brutos en I &D (% del PIB)	Cuenta corriente y de capital (Capacidad/necesidad de financiación neta) (% del PIB)	Posición de inversión internacional neta excluidos los instrumentos sin riesgo	Inversión extranjera directa en la economía informadora - flujos (% del PIB)	Inversión extranjera directa en la economía informadora - stocks (% del PIB)	Balanza comercial neta de los productos energéticos (% del PIB)	Tipo de cambio efectivo real – socios comerciales de la zona del euro (variación % tres años)	Resultados de las exportaciones frente a economías avanzadas (variación % cinco años)	Relación de intercambio (variación % 5 años)	Cuota de mercado de las exportaciones en volumen (variación % un año)	Productividad laboral (variación % un año)	Préstamos dudosos brutos de entidades nacionales y extranjeras (% de préstamos brutos)	Comportamiento del coste laboral unitario en relación con la ZE (variación % diez años)	Índice de precios de la vivienda (2015 = 100) - nominal (variación % tres años)	Construcción de viviendas (% del PIB)	Deuda de los hogares, consolidado (incluido ISFLSH, % del PIB)	Apalancamiento bancario con solidado, entidades nacionales y extranjeras (activos totales/recursos
BE	6,1p	24,2p	na	0,6	37,3	4,0	166,7	-3,3p	0,4	7,1	-1,2p	1,0p	4,2p	1,6p	– 3,3	16,1	6,3p	62,1	13,8p
BG	7,6	16,3	0,8p	0,2	49,8	2,6	80,8	– 3,4	2,3	17,4	8,2	0,7	7,4	4,8p	54,2	20,5p	2,8	24,9	8,0p
CZ	3,5	26,0	2,0p	0,7	36,4	2,7	82,1	– 2,5	4,5	3,4	0,8	– 3,4	3,2	1,7p	15,1	41,7	4,6	34,4	12,3p
DK	4,9	22,6	2,8p	9,1	32,1	3,3	56,6	– 0,5	– 1,3	11,3	1,9	– 2,3	2,3	1,8p	– 6,6	20,2	6,0	104,3	16,2p
DE	2,6p	21,8p	3,1p	7,3	54,6	1,7	49,6	-1,9p	0,6	– 1,6	-1,6p	-0,6p	2,5p	1,1p	12,9	27,1p	7,2p	56,7	14,1p
EST	8,0	28,9	1,7p	7,1	39,9	19,6	125,9	– 0,3	1,4	23,2	1,4	9,6	7,9	1,1p	21,7	30,5	4,9	37,8	9,4p
IE	13,6	23,3	1,3p	15,1	– 335,1	16,5	418,6	– 1,2	– 1,7	46,3	– 4,4	3,8	7,1	2,4p	– 37,6	11,2	2,1	29,7p	8,8p
EL	8,4p	13,3p	1,4p	– 4,6	– 150,2	3,1	23,4	-3,1p	– 4,3	14,6	-5,2p	13,8p	5,6p	8,6p	– 22,5	20,4e	1,3p	55,2	17,0p
ES	5,5p	19,8p	na	1,9	– 39,7	3,0	76,4	-2,1p	– 0,7	– 6,4	0.0p	4,1p	3,0p	2,9p	– 8,5	11,5	5,4p	58,4	15,8p
FR	6,8p	24,2	2,2	0,8	– 37,2	3,0	51,9	– 1,7	– 0,5	– 7,4	– 1,0	-1,5p	4,2p	1,9p	– 5,2	15,6	6,7p	66,7p	15,8p
HR	10,2p	21,6p	1,3p	5,5	12,0	6,9	63,4	-2,5p	– 2,3	12,8	-1,8p	23,0p	8,9p	4,2p	– 16,6	25,9	3,1p	34,7	7,8p
IT	6,7	20,0	1,5p	3,0	6,4	0,9	30,8	– 2,5	– 2,1	– 1,9	– 2,0	3,1	6,1	3,5p	– 6,1	4,5	4,8	43,4	14,3p
CY	6,6p	19,5p	na	– 6,4	– 76,4	– 123,3	1595,5	-4,4p	– 2,4	30,6	-1,6p	3,3p	5,3p	5,6p	– 16,3	0,0	7,6p	83,0	16,0p
LV	4,1	22,3	0,7p	– 2,8	18,9	9,5	67,1	– 2,5	1,1	18,5	7,7	– 4,4	6,8	2,1p	35,8	25,0	2,2	19,4	10,3p
LT	6,0	21,4	1,1p	2,6	22,2	4,5	55,5	– 4,8	3,2	44,2	– 4,3	6,7	4,7	1,2p	30,7	33,0	3,0	23,6	15,7p
LU	5,1p	16,5p	na	5,9	– 4766,5	– 269,1	5498,4	-2,8p	0,6	18,2	2,0p	-0,6p	2,1p	0,6p	9,8	43,6	3,3p	66,0	15,2p
HU	7,1p	27,2p	1,6	– 1,5	– 1,5	16,1	323,0	-4,4p	– 4,4	4,6	-2,2p	0,0p	6,0p	3,2p	14,9	43,0p	3,9p	21,0	10,8p
MT	10,3	22,1p	0,7	– 3,6	259,4	25,1	1481,5	– 4,4	– 1,2	3,6	1,6	– 1,3	7,2	3,0p	14,8	15,3p	3,7p	53,4	12,6p
NL	4,9p	21,6p	na	7,3	26,0	– 14,4	549,9	-1,5p	2,4	5,7	-0,8p	-5,1p	2,8p	1,4p	1,6	32,8p	5,5p	100,4p	16,3p
AT	4,6	26,5	3,2p	0,4	– 4,2	2,6	60,1	– 2,4	1,1	1,7	– 2,6	– 0,7	2,5	1,8p	7,2	28,1	5,3	52,1	11,7p
PL	6,8	17,0	1,4p	– 0,8	0,8	5,5	50,1	– 2,0	– 0,6	30,6	1,1	2,2	5,3b	5,0p	5,1	31,1	2,3	32,3	12,9p
PT	5,5p	20,3p	1,7p	0,6	– 36,1	3,1	85,6	-2,7p	– 3,0	– 1,0	-0,5p	3,2p	3,5p	3,6p	2,3	30,9	3,8p	66,4	12,0p
RO	5,1p	24,1p	0,5p	– 5,1	– 6,5	4,1	46,6	-2,0p	0,2	15,7	5,6p	2,2p	3,2p	3,4p	35,4	13,0	2,6p	15,8	10,2p
SI	8,2	20,3	na	3,9	9,7	3,4	43,3	– 2,8	– 1,0	16,7	– 1,5	4,2	6,8	2,1p	– 0,4	24,5	2,4	26,4	9,6p
SK	3,0	18,9	1,0	– 1,2	– 14,7	0,8	66,5	– 3,6	3,1	1,5	– 2,6	0,3	3,6	2,0p	11,9	27,2	3,9	47,8	10,4p
FI	3,0	23,7	3,0	0,7	15,8	8,0	51,6	– 1,9	– 1,0	9,7	1,3	– 4,9	– 0,3	1,2p	– 5,9	6,9	7,2	67,8	16,2p
SE	5,1	25,6	3,4	5,5	– 2,0	9,2	91,7	– 0,7	1,7	3,5	– 0,1	– 2,4	3,8	1,0p	4,2	17,6	5,3	92,5	16,4p

Indicaciones: b: interrupción en la serie. E: estimación. p: provisional.

1) El plazo oficial de transmisión de los datos de 2021 sobre los gastos internos brutos en I &D es el 31 de octubre de 2022, mientras que los datos se extrajeron el 21 de octubre de 2022. 2) Índice de precios de la vivienda. e = estimación por BCN para EL.

Fuente: Comisión Europea, Eurostat y Dirección General de Asuntos Económicos y Financieros (para el tipo de cambio efectivo real), Banco Central Europeo (para el apalancamiento bancario consolidado y los préstamos dudosos brutos, entidades nacionales y extranjeras), y datos del Fondo Monetario Internacional, Perspectivas de la economía mundial (para las exportaciones en volumen mundial de bienes y servicios)

Año 2021	Empleo (variación % un año)	Tasa de actividad - % del total de la población 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 estudian, ni trabajan, ni reciben formación - % del total de población de 15-24 años		Población con riesgo de pobreza o exclusión social - % del total de población		Personas en riesgo de pobreza después de las transferencias sociales - % del total de población		Personas que sufren una privación material y social grave - % de la población total		Personas que viven en hogares con intensidad laboral muy baja - % del total de población de 0-64 años	
					%	variación tres años en puntos porcentuales	%	variación tres años en puntos porcentuales	%	variación tres años en puntos porcentuales	%	variación tres años en puntos	%	variación tres años en puntos porcentuales
BE	1,9p	69,7	2,6	18,2	7,4b	-1,8b	18,8	- 1,7	12,7	- 3,7	6,3	- 0,2	11,9	- 1,2
BG	0,2	72,0	2,6	15,8	14,0b	-1,0b	31,7	- 1,3	22,1	0,1	19,1	- 3,2	8,4	- 0,6
CZ	0,4	76,6	0,8	8,2	6,5b	0,9b	10,7	- 1,1	8,6	- 1,0	1,8	- 0,6	5,4	0,9
DK	2,4	79,6	1,0	10,8	7,1b	-0,6b	17,3	- 0,2	12,3	- 0,4	3,1	- 0,4	9,7	- 0,3
DE	0,1p	78,7	1,2	6,9	7,5b	1,6b	20,7	2,2	15,8	- 0,2	4,2	0,8	9,3	1,3
EST	0,1	79,1	1,6	16,7	10,9b	0,6b	22,2	- 1,4	20,6	- 1,3	1,9	- 1,2	5,1	- 0,2
IE	6,0	74,6	1,8	14,5	7,8b	-2,3b	20,0	- 0,8	12,9	- 2,0	5,1	- 1,0	13,0	- 0,2
EL	2,7p	67,3	9,2	35,5	11,0b	-3,1b	28,3	- 2,0	19,6	1,1	13,9	- 2,2	12,1	- 1,5
ES	2,5p	73,7d	6,2d	34,8d	11,0bd	-1,4bd	27,8	0,5	21,7	0,2	8,3	- 0,4	11,6	0,8
FR	2,5p	73,0d	2,3d	18,9d	10,6bd	-0,5bd	19,3	1,4	14,4	1,0	5,9	- 0,8	10,7	3,2
HR	1,2	68,7	2,8	21,9	12,7b	-0,9b	20,9	- 1,2	19,2	- 0,1	3,5	- 2,6	7,5	- 1,8
IT	0,6	64,5	5,4	29,7	19,8b	0,6b	25,2p	-0,5p	20,1p	-0,2p	5,9p	-0,6p	10,8p	0,1p
CY	1,3p	76,7	2,6	17,1	12,8b	-0,4b	17,3	- 1,8	13,8	- 1,6	2,6	- 1,2	5,8	- 2,3
LV	- 2,6	75,8	2,3	14,8	8,6b	0,8b	26,1	- 2,3	23,4	0,1	5,3	- 5,1	6,6	- 0,7
LT	1,2	78,2	2,6	14,3	11,3b	3,3b	23,4	- 5,1	20,0	- 2,9	6,4	- 5,6	7,8	- 1,4
LU	3,0p	73,2	1,8	16,9	8,7b	3,4b	21,1b	1,0b	18,1b	1,4b	2,4b	0,8b	5,5b	-2,3b
HU	1,0p	76,2	1,3	13,5	10,6b	-0,1b	19,4	- 1,2	12,7	- 0,1	10,2	- 1,7	5,3	- 0,2
MT	2,9	78,2	0,9	9,4	9,8b	2,5b	20,3	1,1	16,9	0,1	5,4	0,7	5,3	0,0
NL	2,0p	83,7	0,8	9,3	5,1b	0,9b	16,6	0,1	14,4	1,1	2,1	- 0,5	8,6	0,2
AT	2,0	77,2	2,0	11,0	8,5b	1,7b	17,3	0,5	14,7	0,4	1,8	- 1,0	7,4	1,0
PL	1,5b	72,8	0,9	11,9	11,2b	2,5b	16,8p	-1,4p	14,8p	0,0p	2,9p	-1,6p	4,2p	-1,5p
PT	1,9p	75,2	2,9	23,4	7,6b	-0,8b	22,4	0,8	18,4	1,1	6,0	- 0,6	5,3	- 1,6
RO	1,8p	65,6	2,0	21,0	18,0b	3,5b	34,4	- 4,3	22,6	- 0,9	23,1	- 5,2	3,5	- 2,5
SI	1,3	75,0	1,9	12,8	6,6b	0,0b	13,2	- 2,2	11,7	- 1,6	1,8	- 1,4	3,6	- 0,8
SK	- 0,6	74,6	3,9	20,6	11,0b	0,8b	15,6	0,4	12,3	0,1	5,7	0,3	5,0	- 0,2
FI	3,3	78,8	1,8	17,1	7,7b	-0,8b	14,2	- 2,4	10,8	- 1,2	1,1	- 1,1	8,6	- 2,5
SE	1,2	82,9	1,9	24,7	5,1b	-0,9b	17,2	- 0,5	15,7	- 0,7	1,4	0,0	8,9	0,6

Indicaciones: b: interrupción en la serie. d: la definición difiere. p: provisional.

1) Indicadores de empleo, d = España y Francia han evaluado el vínculo con el empleo y han incluido entre los empleados a aquellos cuyo período de ausencia del trabajo es de duración desconocida, pero que se espera que vuelvan al mismo puesto de trabajo una vez que las medidas de salud COVID-19 lo permitan.
2) Jóvenes que ni estudian, ni trabajan, ni reciben formación, b = interrupción en la serie de datos debido a la aplicación del Reglamento (UE) 2019/1700. 3) Renta y condiciones de vida, b = introducción de un componente CAWI para los nuevos hogares seleccionados en 2021 para LU.
Fuente: Comisión Europea y Eurostat