COMISIÓN
EUROPEA

Bruselas, 21.11.2018
COM(2018) 758 final

INFORME DE LA COMISIÓN

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

Informe sobre el Mecanismo de Alerta 2019

[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(2018) 466 final}

El Informe sobre el Mecanismo de Alerta (IMA) es el punto de partida del ciclo anual del procedimiento de desequilibrio macroeconómico (PDM), cuyo objetivo es detectar y corregir los desequilibrios que dificultan el correcto funcionamiento de las economías de los Estados miembros o la economía de la UE en su conjunto y que pueden poner en peligro el funcionamiento adecuado de la Unión Económica y Monetaria.

El IMA utiliza un cuadro de indicadores básicos, además de un conjunto más amplio de indicadores auxiliares e información adicional pertinente, a fin de detectar en los Estados miembros posibles desequilibrios económicos que requieran la aplicación de medidas. El IMA determina los Estados miembros para los que se requiere un examen exhaustivo por parte de la Comisión con el fin de evaluar si sus riesgos macroeconómicos se acumulan o se corrigen y concluir si existen desequilibrios o desequilibrios excesivos. Teniendo en cuenta los debates con el Parlamento Europeo y en el seno del Consejo y del Eurogrupo sobre el IMA, la Comisión elaborará exámenes exhaustivos relativos a los Estados miembros pertinentes. Conforme a la práctica habitual, se realizará en cualquier caso un examen exhaustivo para los Estados miembros en los que se detectaron desequilibrios en la anterior tanda de exámenes exhaustivos. Las conclusiones de los exámenes exhaustivos se incorporarán a las recomendaciones específicas por país en el marco del Semestre Europeo de coordinación de las políticas económicas. La publicación de los exámenes exhaustivos está prevista para febrero de 2019, con anterioridad a la publicación del conjunto de recomendaciones específicas por país del Semestre Europeo.

1. RESUMEN

El presente Informe inicia el octavo ciclo anual del procedimiento de desequilibrio macroeconómico (PDM)[1]. Este procedimiento tiene por objeto detectar los desequilibrios que dificultan el correcto funcionamiento de las economías de los Estados miembros y estimular la adopción de las respuestas estratégicas adecuadas. La aplicación del PDM se enmarca en el Semestre Europeo de coordinación de las 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. El Estudio Prospectivo Anual sobre el Crecimiento (EPAC), que se adopta al mismo tiempo que el presente Informe, hace balance de la situación económica y social de Europa y fija las prioridades políticas generales de la UE en su conjunto para el año siguiente.

En el Informe se indican los Estados miembros respecto de los cuales deben llevarse a cabo exámenes exhaustivos, con el fin de evaluar si sufren desequilibrios que requieren la aplicación de medidas[2]. El IMA es un dispositivo de detección de desequilibrios económicos que se publica en la fecha de inicio de cada ciclo anual de coordinación de las políticas económicas. Se basa, en particular, en una lectura económica del cuadro de indicadores en el que figuran umbrales indicativos junto con un conjunto de indicadores auxiliares. El IMA también incluye un análisis de las implicaciones de los

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

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

desequilibrios de los Estados miembros para la zona del euro y examina en qué medida se necesita un enfoque coordinado de las respuestas políticas a la luz de las interdependencias existentes dentro de dicha zona[3]. A este respecto, el análisis que figura en el presente Informe complementa la evaluación proporcionada en el documento de trabajo de los servicios de la Comisión Europea «Análisis de la economía de la zona del euro», que acompaña a la Recomendación de la Comisión de Recomendación del Consejo sobre la política económica de la zona del euro.

La evaluación del IMA se sitúa en el contexto de un crecimiento económico que sigue siendo generalizado a pesar de cierta desaceleración. Según las previsiones económicas del otoño de 2018 de la Comisión Europea, el crecimiento del PIB real será del 2,1 % en 2018 y el 1,9 % en 2019, tanto para la UE como para la zona del euro, lo que supone una ligera desaceleración en comparación con el crecimiento del 2,4 % registrado en 2017. Se espera un crecimiento positivo en todos los Estados miembros de la UE. Las condiciones laborales deberían seguir mejorando y traducirse gradualmente en un crecimiento más sostenido de los salarios, lo que favorecería el consumo y propiciaría, a la larga, que la dinámica de la inflación básica se aproximara al objetivo de inflación fijado por las autoridades monetarias; se espera que el crecimiento de la inversión mantenga su solidez, a pesar de una ligera desaceleración. Por el contrario, la contribución de las exportaciones netas al crecimiento da muestras de relajación, en un contexto de mayor incertidumbre en relación con las políticas comerciales y la reciente apreciación del euro. En conjunto, las perspectivas de crecimiento siguen ancladas en indicadores fundamentales sólidos, en particular la fortaleza general de los mercados de trabajo, condiciones de crédito propicias y la mejora de los balances y los beneficios de los bancos y las sociedades no financieras, aunque se prevé su desaceleración a medida que avance el ciclo en las principales regiones del mundo[4].

La corrección de los desequilibrios macroeconómicos en la UE está progresando merced a la consolidación del crecimiento del PIB nominal, pero el horizonte a medio plazo se ve ensombrecido por una incertidumbre creciente. La expansión económica y la progresiva aproximación de las tasas de inflación al objetivo contribuyen a reducir las ratios deuda/PIB. No obstante, los niveles de deuda pública y privada se mantienen históricamente elevados, y en el sector financiero siguen existiendo bolsas de vulnerabilidades en los balances. A medida que la inflación se vaya aproximando al objetivo del BCE, se justificará en mayor medida la normalización de la política monetaria, con implicaciones para los costes de endeudamiento, los precios de los activos y los balances. En ese contexto, una serie de factores podrían conducir a una inversión de las actitudes con respecto al riesgo, con efectos en la confianza que afectarían a los Estados miembros con peores perspectivas para las finanzas públicas o el sector financiero, o sometidos a perturbaciones en la

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

[4] Véase, por ejemplo, el Boletín Económico del BCE, 5/2018.

producción (incluidas las relacionadas con las consecuencias de la retirada del Reino Unido de la UE). Algunos de los riesgos de revisión a la baja proceden de fuera de la UE, en particular los relativos a la materialización de las medidas proteccionistas de política comercial, las consecuencias de las tensiones geopolíticas, sobre todo para los precios de la energía, el fin de la expansión fiscal estadounidense en un contexto de endurecimiento de la política monetaria, y las implicaciones, para los flujos de capitales y los tipos de cambio, de la normalización asíncrona de las políticas monetarias en diferentes zonas de la economía mundial[5]. La interacción entre las citadas fuentes de riesgos está inclinando la balanza a la baja, y aumentando cada vez más la incertidumbre de las perspectivas, en un contexto en el que la posibilidad de amortiguar las perturbaciones a través del ahorro público y privado es limitada en un número importante de Estados miembros.

Del análisis horizontal presentado en el IMA se extraen una serie de conclusiones:

- **El proceso de reequilibrio de los saldos de las balanzas por cuenta corriente debe continuar.** Los importantes déficits por cuenta corriente se han corregido en la mayoría de los Estados miembros, pero en algunos casos se requieren unos saldos exteriores más prudentes para mantener un ritmo adecuado de reducción de los stocks de pasivos exteriores netos. La reducción de algunos de los mayores superávits por cuenta corriente solo se ha hecho visible recientemente y sigue siendo modesta. En una serie de Estados miembros, las cifras de la balanza por cuenta corriente se ven cada vez más afectadas por las transacciones transfronterizas vinculadas a las actividades de las empresas multinacionales y de los sectores de servicios de orientación internacional, que afectan tanto a la balanza comercial como a la balanza de rentas.

- **Las posiciones exteriores (variables stock) siguen siendo desequilibradas y el ajuste está teniendo lugar gradualmente.** Las posiciones de inversión internacional neta (PIIN) muy negativas registradas en los Estados miembros que habían tenido grandes déficits por cuenta corriente en el pasado se están corrigiendo gracias a posiciones exteriores en términos de flujo próximas al equilibrio o con superávit y a la reanudación del crecimiento del PIB nominal, lo cual debe mantenerse para conseguir una reducción de los pasivos hasta niveles más prudentes. Las PIIN de los países con grandes superávits siguen creciendo.

- **Las condiciones de la competitividad de costes están empezando a ser menos favorables en una serie de países y, en conjunto, menos propicias para un reequilibrio más simétrico.** Desde 2016, los costes laborales unitarios están creciendo a un ritmo más rápido en la mayoría de los Estados miembros, con fuertes aceleraciones especialmente en algunos países de Europa Central y Oriental debidas en parte a estrangulamientos de la oferta. La competitividad de costes tras la crisis mejoró con mayor rapidez en los países deudores netos de la zona del euro que en los países acreedores netos. Sin embargo, más recientemente, la ventaja de los países deudores netos en lo que se refiere a la dinámica de la competitividad de costes se ha ralentizado en términos comparativos debido al tensionamiento de los mercados de trabajo y al menor ritmo de las mejoras de la productividad, mientras que el tensionamiento

[5] Véase también Fondo Monetario Internacional, *Perspectivas de la Economía Mundial*, octubre de 2018.

de los mercados de trabajo de los países acreedores netos no se ha traducido hasta ahora en aceleraciones salariales significativas. Esa evolución reciente de la competitividad de costes no se refleja plenamente en el correspondiente deterioro de la competitividad de precios, lo que puede que obedezca a un efecto de compensación por la disminución de los márgenes precio-coste. Ese efecto podría ser uno de los motivos de que no existan indicios razonables de que las pérdidas de competitividad de costes hayan mermado ya el crecimiento de la cuota de mercado de las exportaciones, aunque los efectos podrían hacerse visibles si estas tendencias persisten.

- **El proceso de desapalancamiento del sector privado está en curso, cada vez más como consecuencia de la recuperación del crecimiento nominal.** En comparación con la situación de hace un año, las ratios deuda privada/PIB se están reduciendo en un número más elevado de Estados miembros. Ello obedece a un mayor crecimiento del PIB nominal, ya que el desapalancamiento activo, es decir, el desapalancamiento que se debe a la contracción de los niveles de deuda en términos nominales, solo tiene lugar en algunos países, y a un ritmo moderado. El desapalancamiento activo está circunscrito principalmente al sector empresarial, ya que el endeudamiento de los hogares se ha reactivado. El ritmo de desapalancamiento sigue siendo más rápido en el sector empresarial que en el sector de los hogares, también porque los niveles de deuda son más elevados en aquel y, por ende, el impacto del crecimiento del PIB nominal sobre la ratio de deuda es mayor.

- **En los países con altos niveles de deuda pública, el desapalancamiento por parte de las administraciones públicas ha empezado solo recientemente y avanza con lentitud.** A pesar de que la recuperación del crecimiento nominal y la reducción de los pagos de intereses han contribuido a situar las ratios de deuda pública/PIB en una senda descendente en la mayoría de los Estados miembros, en un número creciente de estos se está produciendo una relajación procíclica de la política fiscal, con consecuencias para el margen disponible para amortiguar las perturbaciones en tiempos de crisis.

- **Las condiciones en el sector bancario de la UE están mejorando, pero en algunos Estados miembros persisten unos bajos niveles de rentabilidad y volúmenes elevados de préstamos no productivos.** La rentabilidad del sector bancario ha mejorado, especialmente en los países en los que el sector se caracteriza por una escasa rentabilidad. Las ratios de préstamos no productivos han seguido bajando, sobre todo en los Estados miembros con los niveles más elevados. Las ratios de capitalización han seguido mejorando en la mayoría de los países. La valoración de las acciones de los bancos aumentó hasta principios de 2018, produciéndose posteriormente una corrección a la baja.

- **El aumento de los precios de la vivienda se ha acelerado y se ha tornado positivo en un número cada vez mayor de Estados miembros; hay más países que presentan posibles signos de sobrevaloración.** Al mismo tiempo, el aumento de los precios de la vivienda se ha moderado recientemente en aquellos en los que es más evidente la sobrevaloración. Por el contrario, se observan fuertes aceleraciones principalmente en los países en los que, en la actualidad, no hay signos de sobrevaloración o en los que los signos son moderados.

- **Prosigue la mejora de los mercados de trabajo y el crecimiento salarial se recupera poco a poco.** Las tasas de desempleo se siguen reduciendo, en particular en el caso de los jóvenes y los parados de larga duración, pero el paro sigue siendo elevado en algunos Estados miembros y la participación en el mercado de trabajo es baja, aunque con frecuencia va en aumento. El desamparo social está disminuyendo a pesar de la herencia de un desempleo de larga duración y unos salarios limitados en una serie de países[6]. El crecimiento salarial a nivel de la zona del euro sigue siendo menor de lo que cabría esperar con los niveles actuales de desempleo, sobre la base de los datos históricos. No obstante, en los países de la UE los salarios se van recuperando paulatinamente a distintas velocidades que reflejan globalmente el alcance de las tensiones en los mercados de trabajo y los estrangulamientos de la oferta de mano de obra en algunos países.

El proceso de reequilibrio de la zona del euro sigue mereciendo especial atención. El superávit por cuenta corriente de la zona del euro se estabilizó en 2016 y se ha mantenido prácticamente constante desde entonces. Su nivel es el mayor del mundo, y se sitúa por encima de unos niveles compatibles con los indicadores económicos fundamentales. A la luz de las interconexiones y los efectos de contagio en la zona euro, es necesaria una combinación adecuada de políticas en los países de la zona del euro para asegurar la sostenibilidad de la reanudación del crecimiento y su compatibilidad con la estabilidad macroeconómica. En los países deudores netos, la reducción de los grandes volúmenes de deuda externa e interna obliga a mantener saldos por cuenta corriente prudentes y a garantizar un ritmo adecuado de reducción de la deuda, sin menoscabar el objetivo de incrementar el potencial de crecimiento y con vistas a prevenir el riesgo de ajuste procíclico en tiempos de crisis. En los países acreedores netos, abordar la persistencia de grandes superávits mediante políticas de estímulo de la inversión y superar la inercia salarial contribuiría a apoyar el potencial de crecimiento y a reducir la dependencia de las perspectivas de crecimiento respecto de la demanda exterior. En el recuadro 2 se debate más a fondo la dimensión «zona del euro» de los desequilibrios.

En general, los riesgos relativos a los desequilibrios existentes siguen retrocediendo gracias a la expansión económica, pero persisten vulnerabilidades vinculadas a los desequilibrios en términos de stock y pueden apreciarse signos de posibles tendencias insostenibles. Las posibles fuentes de riesgo son básicamente las mismas que las señaladas en el IMA de 2018. Persisten superávits importantes, mientras que la evolución de la competitividad es ahora menos favorable para el reequilibrio. El desapalancamiento del sector privado se ha beneficiado de la expansión económica, pero sigue siendo desigual, con grandes volúmenes de deuda que no se corrigen a un ritmo adecuado. Más fundamentalmente, el reducido desapalancamiento activo del sector privado, y del sector público en particular, plantea la cuestión de si el desapalancamiento podría basarse en mayor medida en el crecimiento potencial en el futuro. Ese reto subraya la necesidad de continuar el proceso de reformas iniciado en varios Estados miembros de la UE en los últimos años y de mantener como prioridad en la agenda políticas y reformas destinadas a aumentar el potencial de crecimiento[7]. En vista de la creciente incertidumbre a medio plazo, los esfuerzos de desapalancamiento de los sectores público y

[6] Véase el recuadro 3 para una descripción general de las principales novedades recientes en la situación social y del empleo en la UE.

[7] Véase también Comisión Europea, Estudio Prospectivo Anual sobre el Crecimiento 2019.

privado en la actual coyuntura de expansión económica continuada son igualmente esenciales para generar un margen que amortigüe las perturbaciones en la producción una vez que las condiciones económicas sean menos favorables y se materialicen los riesgos. Al mismo tiempo, en una serie de países existen signos de posible recalentamiento, principalmente relacionados con un rápido crecimiento de los costes laborales unitarios que implica una reducción de la competitividad de costes, y con un fuerte aumento de los precios de la vivienda a partir de unos niveles ya relativamente elevados. En vista de la corrección de la mayor parte de los desequilibrios en términos de flujo y la reducción gradual de la gravedad de los desequilibrios en términos de stock, así como de los posibles indicios de recalentamiento presentes en una serie de países, la supervisión del PDM se orienta cada vez más al seguimiento de las tendencias potencialmente insostenibles y a la prevención de configuraciones de riesgos que pudieran cristalizar a medio plazo.

Para los Estados miembros que se indican en el IMA, los exámenes exhaustivos contendrán análisis más pormenorizados y amplios. Al igual que en los recientes ciclos anuales, esos exámenes se incluirán en los informes por país, que ofrecen los análisis efectuados por los servicios de la Comisión de los retos socioeconómicos en los Estados miembros y en la UE. Para preparar los exámenes, la Comisión basará su análisis en un rico conjunto de datos e informaciones pertinentes y en los marcos de evaluación que ha elaborado en colaboración con los comités y grupos de trabajo del Consejo. El análisis contenido en los exámenes exhaustivos proporcionará la base para la detección de desequilibrios o desequilibrios excesivos en los Estados miembros y para las posibles actualizaciones de las recomendaciones específicas por país que se les dirijan[8]. Los países en los que se han detectado desequilibrios o desequilibrios excesivos están, y seguirán estando, sometidos a un seguimiento específico para garantizar la supervisión continua de las políticas emprendidas en el marco del PDM.

Se prepararán exámenes exhaustivos para los Estados miembros en los que ya se han detectado desequilibrios o desequilibrios excesivos. En consonancia con una práctica prudencial establecida, se elaborarán exámenes exhaustivos para evaluar si los desequilibrios existentes se están corrigiendo, persisten o se agravan, haciendo balance al mismo tiempo de las políticas correctoras aplicadas. Así pues, se prevé preparar exámenes exhaustivos para los once Estados miembros en los que se detectaron desequilibrios a la luz de las conclusiones de la versión de 2018 de los exámenes exhaustivos[9]. Se trata de **Bulgaria, Croacia, Chipre, Francia, Alemania, Irlanda, Italia, los Países Bajos, Portugal, España** y **Suecia**.

Asimismo, se prepararán exámenes exhaustivos para Grecia, que por primera vez es objeto de supervisión en el marco del PDM, y para Rumanía. En función del análisis del IMA, se elaborará un examen exhaustivo relativo a **Grecia**, anteriormente excluida de la supervisión del PDM por estar sujeta a un programa de ajuste macroeconómico en el contexto de la ayuda financiera hasta agosto de

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

[9] Véase «Semestre Europeo 2018: Evaluación de los avances en lo que respecta a las reformas estructurales y la prevención y la corrección de los desequilibrios macroeconómicos, y resultados de los exámenes exhaustivos conforme al Reglamento (UE) n.º 1176/2011» [COM(2018) 120 final, de 7.3.2018].

2018[10]. La evaluación del IMA no apunta a riesgos significativos adicionales a los detectados en los últimos exámenes exhaustivos disponibles para una serie de Estados miembros que dejaron de ser objeto de la supervisión del PDM en los últimos años, a saber, Eslovenia (no se han observado desequilibrios en 2018), Finlandia (fin de la supervisión en 2017), Bélgica y Hungría (fin de la supervisión en 2016). Las condiciones tampoco han cambiado significativamente en Austria desde la evaluación contenida en el examen exhaustivo de 2016, que no detectó desequilibrios. El caso de Estonia también fue analizado en un examen exhaustivo en 2016, que concluyó que no presentaba desequilibrios. A pesar del fuerte crecimiento de los costes laborales unitarios desde entonces, este no tuvo repercusiones significativas para el saldo exterior, por lo que no parece obligado un nuevo examen exhaustivo para Estonia, aunque es necesario un estrecho seguimiento en el próximo informe sobre el país. En cambio, parece justificado realizar un examen exhaustivo para analizar la situación de **Rumanía**, a fin de evaluar la evolución y la posible reaparición de situaciones de riesgo ya detectadas en exámenes exhaustivos anteriores (en 2015 y 2016), especialmente en relación con la competitividad y el saldo exterior. Los riesgos vinculados a la evolución del mercado de la vivienda en una serie de Estados miembros (Austria, Bélgica, Chequia, Dinamarca, Hungría, Luxemburgo y el Reino Unido) y a la evolución de la competitividad (Chequia, Estonia, Hungría, Letonia y Lituania) merecen un análisis detallado en los informes por país[11]. En resumen, el IMA pide por tanto que se preparen exámenes exhaustivos para 13 Estados miembros, frente a 12 en el ciclo anterior.

Recuadro 1: **Modificaciones introducidas en los indicadores auxiliares del cuadro de indicadores del PDM**

El cuadro de indicadores del PDM se complementa con un conjunto de indicadores auxiliares. Como se establece en el Reglamento PDM [Reglamento (UE) n.º 1176/2011], la lectura económica del cuadro de indicadores utilizará no solo los indicadores principales, sino también otros indicadores e información pertinentes. Desde el inicio de la supervisión en el marco del PDM, un conjunto de indicadores auxiliares han complementado la lectura económica de los indicadores principales. A diferencia de estos últimos, los indicadores auxiliares no tienen umbrales (véase el cuadro 2.1).

De conformidad con el Reglamento PDM, la Comisión debe evaluar periódicamente la idoneidad del cuadro de indicadores del PDM y modificarlo en caso necesario. El cuadro de indicadores ha sido objeto de una serie de modificaciones desde la implantación del PDM. En 2012, se añadió un indicador principal para el sector financiero (pasivos totales del sector financiero). En 2013, se modificó la definición de una serie de indicadores principales (tipo de cambio efectivo real, deuda del sector privado y flujo de crédito al sector privado) y se añadieron algunos indicadores auxiliares (entre

[10] Los Estados miembros sujetos a programas de ajuste macroeconómico vinculados a una ayuda financiera están exentos de la supervisión en virtud del PDM [artículo 11 del Reglamento (UE) n.º 472/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de mayo de 2013, sobre el reforzamiento de la supervisión económica y presupuestaria de los Estados miembros de la zona del euro cuya estabilidad financiera experimenta o corre el riesgo de experimentar graves dificultades].

[11] En noviembre de 2016, la Junta Europea de Riesgo Sistémico (JERS) emitió avisos específicos por país sobre vulnerabilidades a medio plazo en el sector inmobiliario residencial para ocho Estados miembros de la UE: Austria, Bélgica, Dinamarca, Finlandia, Luxemburgo, los Países Bajos, Suecia y el Reino Unido.

ellos, un conjunto de indicadores sociales y de empleo). En 2015, se añadieron indicadores principales de empleo. En general, los cambios han sido específicos y muy limitados.

El presente IMA introduce algunas modificaciones de los indicadores auxiliares a fin de beneficiarse de las mejoras de las estadísticas disponibles y garantizar la pertinencia de los indicadores. Esas modificaciones de la serie de indicadores auxiliares tienen por objeto beneficiarse de la mejora de las estadísticas sobre la balanza de pagos y los datos del sector bancario (en particular, los préstamos no productivos), y contribuyen a que el cuadro recoja indicadores que ya se utilizan ampliamente en el análisis del IMA y los exámenes exhaustivos. Al igual que en las anteriores modificaciones del cuadro de indicadores, se celebraron las consultas oportunas con el Parlamento Europeo y con el Consejo (incluidos sus comités de expertos) y se informó a la JERS. Las modificaciones pueden resumirse como sigue[12]:

- La *deuda externa neta* se sustituye por la *PIIN excluidos los instrumentos sin riesgo de impago* (NENDI, por sus siglas en inglés), a fin de obtener una representación más amplia de los stocks externos (tanto activos como pasivos) que presentan riesgos de impago. El nuevo indicador aprovecha la revisión de la metodología de las estadísticas de la balanza de pagos (del MBP5 al MBP6), que permite un mayor desglose de los activos y pasivos exteriores. En comparación con el indicador de la deuda externa neta, el nuevo indicador NENDI: i) excluye la deuda neta interna de las empresas correspondiente a la inversión extranjera directa (IED), que en algunos casos representa una gran proporción de la deuda transfronteriza sin representar problemas de solvencia; ii) incluye las participaciones en fondos de inversión, que en ocasiones constituyen una partida muy considerable y en su mayoría están respaldadas por bonos; y iii) incluye los derivados financieros netos. Vista desde una perspectiva diferente, la variable NENDI es un subconjunto de la PIIN que excluye los componentes vinculados a acciones, a saber, acciones y participaciones de IED, y la deuda transfronteriza interna de las empresas por IED.
- El indicador *apalancamiento del sector financiero no consolidado* de las cuentas nacionales se sustituye por el de *apalancamiento bancario consolidado, entidades nacionales y extranjeras*, procedente de los datos bancarios consolidados del BCE, que permite una interpretación económica más clara, es comparable entre países y se basa sistemáticamente en valores contables, aunque solo cubra al sector bancario.
- Se añaden dos indicadores que se utilizan normalmente en el análisis del PDM: en primer lugar, la *deuda de los hogares (consolidada)*, para complementar el indicador principal de la deuda del sector privado; y, en segundo lugar, el indicador *préstamos no productivos brutos*, que aporta información complementaria para evaluar la deuda del sector privado. La adición de este último indicador ha sido posible gracias a la disponibilidad de datos comparables entre países en las estadísticas bancarias consolidadas del BCE a partir de 2015.
- Para conservar la pertinencia y concreción del cuadro de indicadores, el número total de indicadores se mantiene en 28. Se suprimen dos indicadores auxiliares incluidos anteriormente: i) la variación porcentual 10 años de los costes laborales unitarios nominales (ya que se solapa con los datos sobre la variación porcentual 3 años de los costes laborales unitarios en los indicadores principales y con la variación porcentual 10 años de los costes laborales unitarios respecto de la zona del euro, también en los indicadores auxiliares); ii) la deuda del sector privado no consolidada

[12] Para más información sobre las definiciones estadísticas de los nuevos indicadores, véase Comisión Europea, «Envisaged revision of selected auxiliary indicators of the MIP scoreboard», Nota técnica; https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-and-fiscal-policy-coordination/eu-economic-governance-monitoring-prevention-correction/macroeconomic-imbalance-procedure/scoreboard_en.

(que ha sido sustituido por el indicador principal sobre la deuda del sector privado consolidada).

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

El IMA se basa en una lectura económica del cuadro de indicadores del PDM, que proporciona un filtro para detectar indicios razonables de posibles riesgos y vulnerabilidades. El cuadro incluye una serie de 14 indicadores con umbrales indicativos en ámbitos tales como la posición exterior, la competitividad, la deuda privada, el mercado de la vivienda, el sector bancario y el empleo. Se basa en datos reales de buena calidad estadística para garantizar la estabilidad de los datos y la coherencia entre países. Por ello, el cuadro de indicadores utilizado en el presente Informe se basa en datos hasta 2017. De conformidad con el Reglamento PDM [Reglamento (UE) n.º 1176/2011], los valores del cuadro de indicadores no son de lectura mecánica en las evaluaciones incluidas en el IMA, sino que son objeto de una lectura económica que permite una mejor comprensión del contexto económico global y que tiene en cuenta las características específicas de cada país[13]. Un conjunto de indicadores auxiliares complementa la lectura del cuadro de indicadores. En la evaluación del IMA, se tienen asimismo en cuenta datos e informaciones adicionales más recientes, apreciaciones de los marcos de evaluación y conclusiones de los exámenes exhaustivos y los análisis pertinentes ya realizados, así como las previsiones del otoño de 2018 de los servicios de la Comisión.

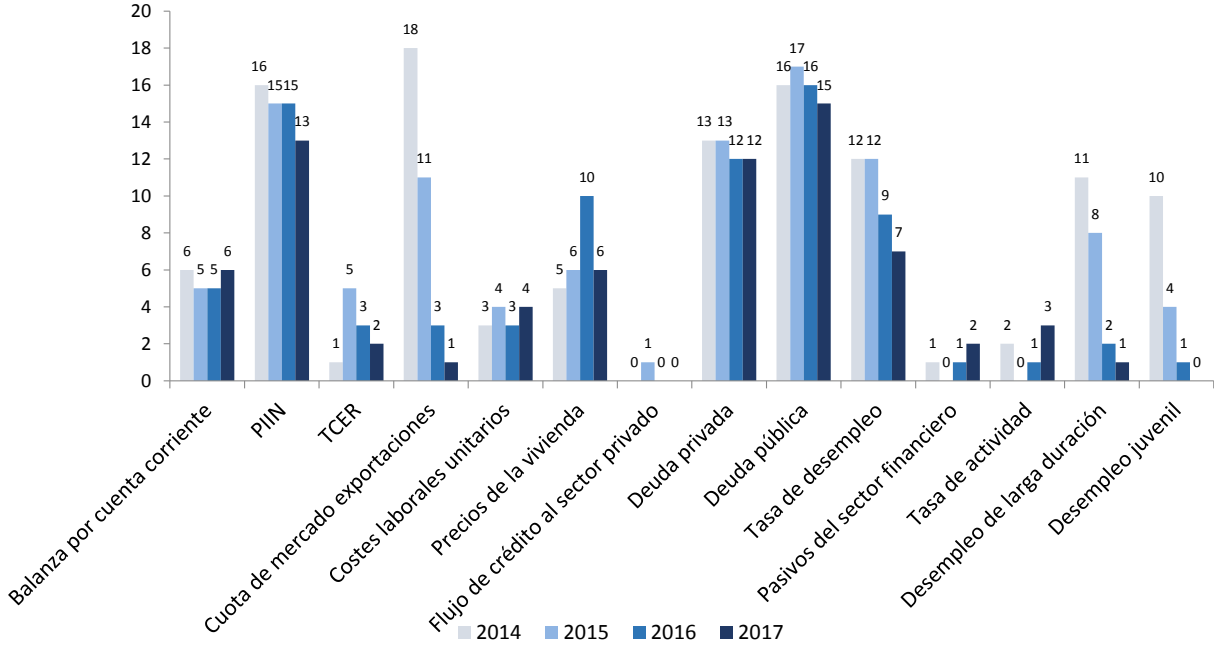
Las variables del cuadro de indicadores correspondientes a 2017 apuntan a la persistencia de desequilibrios en términos de stock, que, sin embargo, van disminuyendo gradualmente. Siguen siendo frecuentes los valores por encima del umbral del cuadro de indicadores del IMA en el caso de la deuda pública, la posición de inversión internacional neta y la deuda privada (gráfico 1)[14]. El número de Estados miembros cuyos resultados rebasan los umbrales para estos tres indicadores es ligeramente inferior a la frecuencia registrada en ediciones anteriores del cuadro de indicadores y confirma que estos desequilibrios de stock son de carácter duradero y que se está llevando a cabo un ajuste, aunque solo gradualmente. La mayoría de los casos de saldos de la balanza por cuenta corriente por encima del umbral obedece principalmente a la persistencia de amplios superávits; el aumento de la frecuencia de valores por encima del umbral en 2017 se explica por el mayor número de grandes déficits. La recuperación en curso del empleo se refleja en una nueva reducción del número de países de la UE cuyas cifras superan el umbral de la tasa de desempleo, y las mayores reducciones afectan a los indicadores de desempleo juvenil y de desempleo de larga duración, habida cuenta de que su sensibilidad a la situación del mercado de trabajo es normalmente mayor. A pesar de la amplia y sólida recuperación de los precios de la vivienda en toda Europa, el cuadro de indicadores presenta menos Estados miembros que traspasan el umbral aplicable al aumento de estos precios, ya que algunos

[13] En relación con la lógica subyacente a la elaboración del cuadro de indicadores del IMA y su lectura, véase Comisión Europea (2016) «*The Macroeconomic Imbalance Procedure. Rationale, Process, Application: A Compendium*», European Economy, Institutional Paper 039.

[14] En el cuadro 1.1 del anexo figuran en detalle los indicadores del cuadro de indicadores, junto con los respectivos umbrales indicativos; los indicadores auxiliares figuran en el cuadro 2.1. Tal como se explica en la nota del gráfico 1, la lectura de la evolución de los datos del cuadro de indicadores se basa en los datos disponibles en el momento de redactar cada IMA. La fecha límite de los datos para el IMA 2019 fue el 24 de octubre de 2018.

países con niveles ligeramente por encima del umbral se han situado mientras tanto por debajo de él. El número de países con un incremento de los costes laborales unitarios por encima del umbral se ha mantenido prácticamente estable, mientras que un número reducido de países rebasa los umbrales correspondientes al tipo de cambio efectivo real, y solo en los casos en que este tipo se sitúa por debajo del umbral inferior. El número de Estados miembros que registran pérdidas de cuota de mercado de las exportaciones que exceden del umbral ha seguido disminuyendo.

Gráfico 1: Número de países con resultados por encima del umbral



Fuente: Eurostat.
Nota: el número de países con valores de los indicadores superiores a los umbrales indicativos se basa en la edición del cuadro de indicadores publicada con el IMA anual respectivo. Posibles revisiones de los datos *a posteriori* pueden implicar una diferencia entre el número de valores por encima del umbral con arreglo a las cifras más recientes disponibles para las variables del cuadro de indicadores y el número que figura en el gráfico anterior.

La mayoría de los países de la UE siguen registrando cuentas corrientes equilibradas o con superávit y los grandes superávits por cuenta corriente de algunos países se mantienen o descienden ligeramente en el mejor de los casos. En general, las variaciones recientes de los saldos por cuenta corriente han sido relativamente limitadas (gráfico 3). La mayoría de los déficits por cuenta corriente importantes e insostenibles ya se habían corregido en los primeros años del decenio y se convirtieron en superávits o posiciones de equilibrio, que se han conservado y a menudo han aumentado ligeramente a lo largo de los últimos años. Los amplios superávits de los países acreedores netos en general apenas han variado o incluso han aumentado. Los saldos de la balanza por cuenta corriente están influidos solo de forma limitada por factores cíclicos: la diferencia entre las cuentas corrientes reales y las ajustadas en función del ciclo es generalmente mínima y va disminuyendo, en

un contexto de reducción de las brechas de producción (gráfico 2)[15]. Para la mayoría de los países de la UE, los recientes resultados de la balanza por cuenta corriente exceden de lo que cabría esperar sobre la base de los indicadores fundamentales (por ejemplo, el envejecimiento de la población y la renta per cápita)[16]. No obstante, en algunos casos, los resultados recientes pueden ser aún insuficientes para reducir el stock de pasivos exteriores netos a un ritmo adecuado. Los saldos en general equilibrados de la balanza por cuenta corriente en 2017 se deben en menor medida que antes a las condiciones cíclicas, ya que las brechas de producción negativas de los Estados miembros se están reduciendo o tornándose positivas. Impulsada por la subida de los precios del petróleo, la evolución de la balanza comercial energética afectó a la balanza global en casi todas partes, aunque con frecuencia solo ligeramente (véanse los datos sobre la balanza energética en el cuadro 2.1 del anexo).

- **Chipre es el Estado miembro que registra el mayor déficit por cuenta corriente, más allá del umbral del PDM** (basado en una media de tres años hasta 2017). Es el único país en el que los datos anuales han empeorado en los últimos años. Los resultados son **inferiores a lo que sugerirían los indicadores fundamentales y a lo que se necesita para mejorar la PIIN a un ritmo adecuado** y el deterioro de la balanza por cuenta corriente en 2017 no se explica por el impacto del ciclo. Fuera de la zona del euro, la balanza por cuenta corriente del Reino Unido se sitúa también por debajo del umbral del cuadro de indicadores del PDM.
- En 2017, solo **otros cinco Estados miembros registraron déficits por cuenta corriente**: Finlandia, Francia, Grecia, Rumanía y Eslovaquia, y únicamente los dos últimos registraron valores inferiores al 1 % del PIB. **Rumanía experimentó un deterioro** de su déficit por cuenta corriente, que se sitúa por debajo de los indicadores fundamentales para 2017. **Grecia destaca por la gran contribución de su brecha de producción negativa** al bajo déficit global por cuenta corriente; teniendo en cuenta el ciclo, el saldo de la balanza por cuenta corriente es inferior al nivel necesario para reducir la PIIN a ritmo rápido y situarlo por debajo de la norma de la balanza por cuenta corriente.
- **Los países con una PIIN muy negativa**, como Portugal y España, presentaron saldos de la balanza por cuenta corriente por encima de lo que cabría esperar sobre la base de los indicadores fundamentales, pero, en el caso de Portugal, de un nivel insuficiente para garantizar una mejora

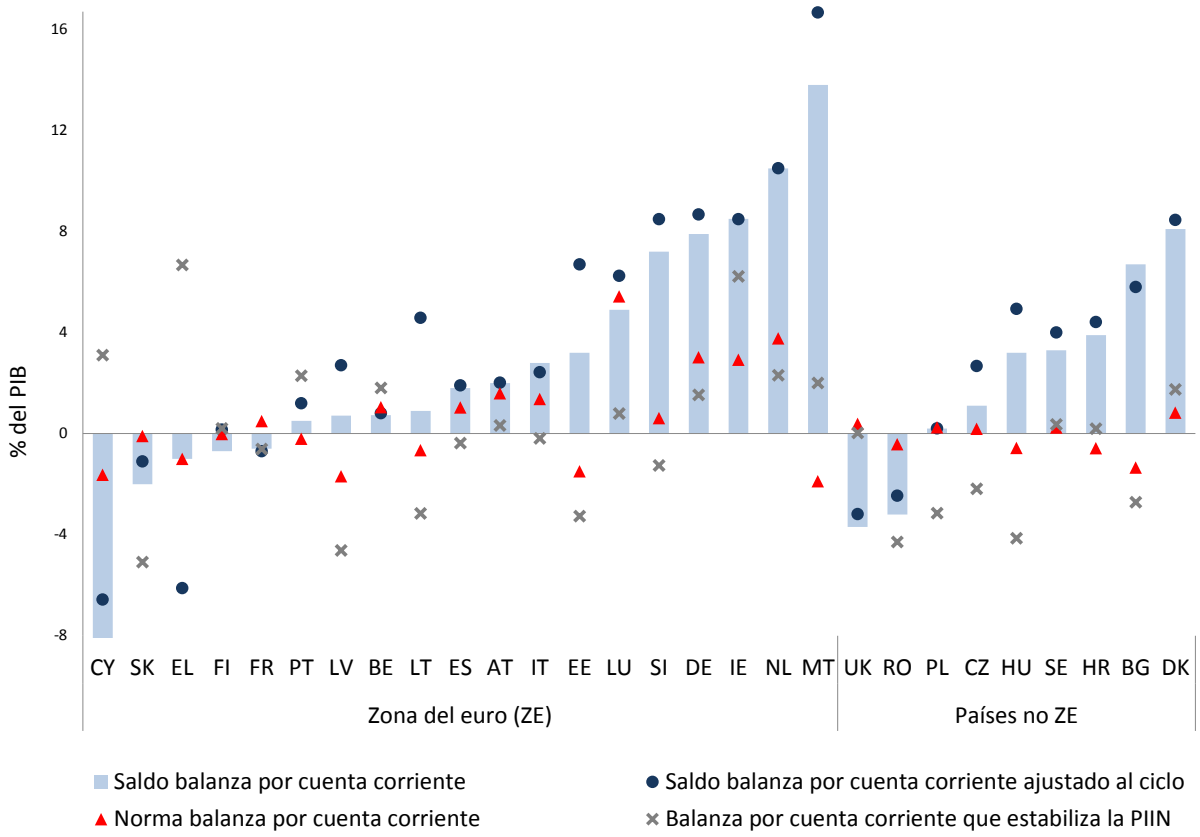
[15] Los saldos de la balanza por cuenta corriente ajustados en función del ciclo tienen en cuenta el impacto del ciclo mediante ajustes para tener en cuenta la brecha de producción del país y la de sus socios comerciales, véase M. Salto y A. Turrini (2010), «Comparing alternative methodologies for real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

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

de la PIIN al ritmo adecuado. Croacia registró un superávit que debe permitir reducir la PIIN a un ritmo satisfactorio. En 2017, Irlanda registró un amplio superávit por cuenta corriente, después del déficit de 2016, tras las recientes revisiones sustanciales a la baja de carácter retroactivo. En el caso de Irlanda, las cifras de la balanza por cuenta corriente se ven notablemente afectadas por las transacciones transfronterizas vinculadas a las actividades de las empresas multinacionales.

- **Cuatro países de la UE superan actualmente el umbral del cuadro de indicadores del PDM a causa de sus superávits**. Se han observado valores por encima del umbral desde hace varios años en Dinamarca, Alemania y los Países Bajos y, más recientemente, en Malta. En 2017, el superávit alemán se redujo en un 0,5 % del PIB, mientras que el de los Países Bajos aumentó un 2,5 % del PIB. En estos cuatro casos, los niveles de superávit están muy **por encima de lo que podrían explicar los indicadores fundamentales**, y siempre en al menos 5 puntos porcentuales del PIB. La evolución del superávit en los Países Bajos y en Malta estuvo condicionada en gran medida por las transacciones transfronterizas vinculadas a las actividades de las empresas multinacionales y de los sectores de servicios de orientación internacional, que afectan tanto a la balanza comercial como a la balanza de rentas. Otros países han registrado superávits por cuenta corriente durante algunos años, aunque por debajo del umbral; es lo que ocurre también en los grandes países de la zona del euro, en particular en Italia (para más información sobre el superávit por cuenta corriente de la zona del euro, véase también el recuadro 2).

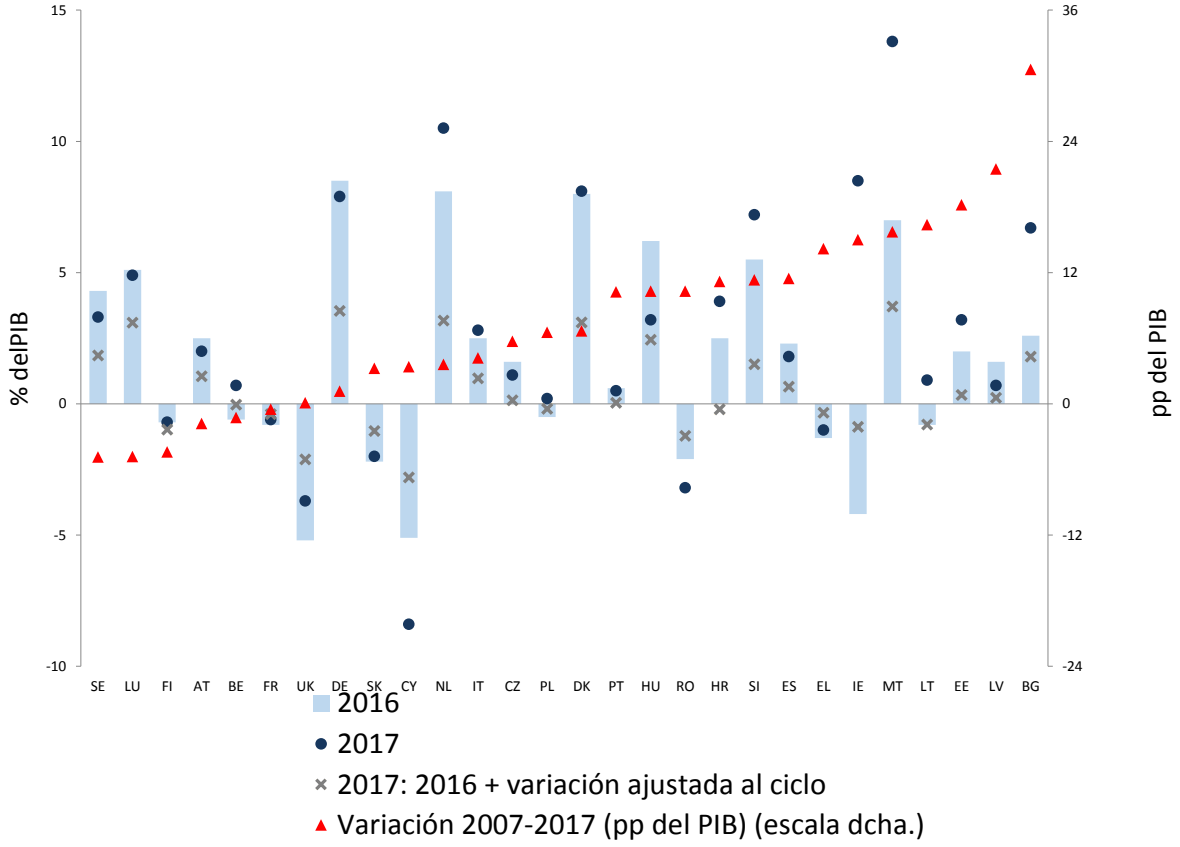
Gráfico 2: Saldos de la balanza por cuenta corriente y parámetros de referencia en 2017



Fuente: Eurostat (datos MBP6) y cálculos de los servicios de la Comisión.
Nota: Los países se clasifican por orden de la balanza por cuenta corriente en 2017. *Saldos de la balanza por cuenta corriente ajustados en función del ciclo*: véase la nota 15. *Normas de la balanza por cuenta corriente*: véase la nota 16. El parámetro de referencia *balanza por cuenta corriente que estabiliza la PIIN* se define como el saldo por cuenta corriente necesario para estabilizar la PIIN en el nivel actual durante los próximos diez años o, si la PIIN actual se sitúa por debajo de su umbral prudencial específico de cada país, el saldo por cuenta corriente necesario para alcanzar el umbral prudencial de la PIIN durante los próximos diez años[17].

[17] Para los métodos de cálculo de los parámetros de referencia del saldo por cuenta corriente, véase L. Coutinho et al. (2018); para los umbrales prudenciales de la PIIN específicos de cada país, véase la nota **Error! Bookmark not defined.**.

Gráfico 3: Evolución de los saldos de las balanzas por cuenta corriente



Fuente: Eurostat y cálculos de los servicios de la Comisión.
Nota: Los países aparecen en orden creciente de variación de la ratio PIIN/PIB entre 2007 y 2017. La variación debida al ciclo es la variación del saldo de la balanza por cuenta corriente que no se explica por la variación del saldo de la balanza por cuenta corriente ajustado en función del ciclo; véase la nota 15.

Las posiciones de inversión internacional neta (PIIN) han seguido mejorando en casi todos los Estados miembros, pero en algunos de ellos las posiciones muy negativas siguen siendo preocupantes. Los stocks de la PIIN siguen siendo muy negativos en numerosos Estados miembros de la UE (Gráfico 4). En la mayoría de los países de la UE con una PIIN negativa, el stock de pasivos exteriores supera la PIIN que podría justificarse sobre la base de indicadores económicos fundamentales, mientras que solo en una minoría de casos parece situarse por debajo del umbral prudencial[18]. En algunos países, el stock de pasivos exteriores es también amplio cuando se calcula

[18] Las PIIN en consonancia con los indicadores fundamentales se obtienen de la acumulación a lo largo del tiempo de las normas de la balanza por cuenta corriente (véase también la nota **Error! Bookmark not defined.**). Los umbrales prudenciales de la PIIN se determinan a partir de la maximización de la capacidad de la señal de predecir una crisis de la balanza de pagos, teniendo en cuenta información específica del país resumida en la renta per cápita. Para el método de cálculo de los stocks de la PIIN en consonancia con los indicadores fundamentales, véase A. Turrini y S.

excluyendo los instrumentos financieros de menor riesgo (NENDI). La mejora de las PIIN continuó en 2017 gracias a los resultados a menudo positivos de la balanza por cuenta corriente y a la recuperación del crecimiento del PIB nominal (gráfico 5). Las mejoras tienden a ser algo más leves que en años anteriores, ya que con frecuencia la contribución de los efectos de valoración ha sido menor o incluso ha implicado un ligero deterioro de la PIIN. El signo y la magnitud de las variaciones de la PIIN no guardan una relación estrecha con sus niveles iniciales, pero, en la mayoría de los casos, los países deudores netos mejoraron o estabilizaron sus valores en 2017.

- En 2017, **casi la mitad de los Estados miembros registraron PIIN por debajo del umbral del cuadro de indicadores** (-35 % del PIB). Algunos siguieron superando el -100 % del PIB (Chipre, Grecia, Irlanda y Portugal) y España, el -80 % del PIB; asimismo, Bulgaria, Croacia, Hungría, Letonia, Lituania, Polonia, Rumanía y Eslovaquia siguieron manteniéndose por debajo del -35 % del PIB.

- En países con **PIIN ampliamente negativas**, los valores se sitúan por lo general **por debajo de los parámetros de referencia específicos para cada país**, tanto las normas de la PIIN como los umbrales prudenciales de la PIIN. Es el caso de Irlanda, Grecia, Chipre, Portugal y también de España. Grecia registró un ligero deterioro de su PIIN y Portugal se mantuvo en los mismos niveles; en ambos casos, los efectos de valoración redujeron un tanto la PIIN en 2017; todos los demás mejoraron sus resultados. Estas PIIN sumamente negativas se caracterizan por una **fuerte incidencia de los pasivos de deuda netos**[19]. Las cifras de Chipre e Irlanda han de considerarse también a la luz de la importancia que tienen para estos países las actividades de las empresas multinacionales y de los sectores de servicios de orientación internacional; y las de Grecia, a la luz de la gran deuda pública externa a tipos muy favorables.

- En países con **PIIN negativas intermedias**, pero todavía por debajo del umbral del -35 % del PIB del cuadro de indicadores, las PIIN aparecen con frecuencia **por debajo de la norma y, en algunos casos, ligeramente por debajo de los umbrales prudenciales**. En esos países, las acciones tienen una gran incidencia sobre la PIIN negativa, en particular teniendo en cuenta el volumen neto de IED entrante. En países con **posiciones exteriores moderadas en términos de stock**, las PIIN se sitúan a menudo por encima de las normas respectivas, excepto en Francia y Eslovenia, donde se sitúan por debajo.

- En la mayoría de los países con **stocks de la PIIN amplios y positivos**, la PIIN es superior a la norma y ha ido aumentando en 2017, gracias a los grandes superávits por cuenta corriente. Los Países Bajos y Dinamarca registraron reducciones marginales de su PIIN debido a efectos de

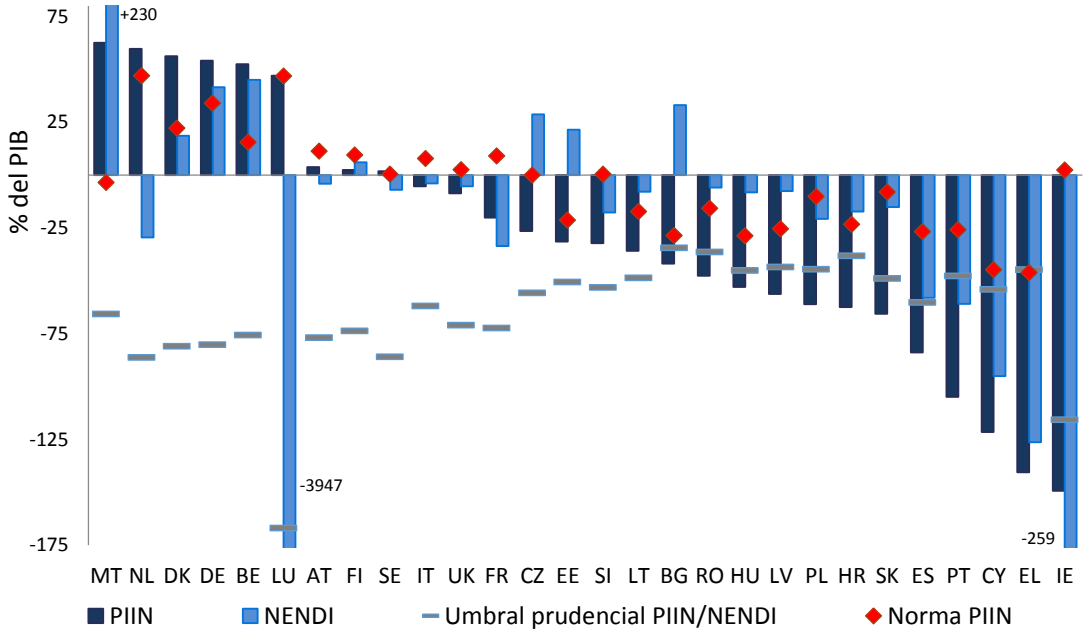
---

Zeugner, «Benchmarks for Net International Investment Positions», European Economy, Discussion Paper (de próxima publicación).

[19] Tal como refleja la variable NENDI, es decir, la PIIN excluidos los instrumentos sin riesgo de impago. En el lado positivo, las mejoras de las PIIN en estos países en 2017 se debieron principalmente a mejoras en la variable NENDI.

valoración negativos. Malta y los Países Bajos finalizaron 2017 con una PIIN de en torno al 60 % del PIB y Bélgica, Dinamarca y Alemania, por encima del 50 %[20].

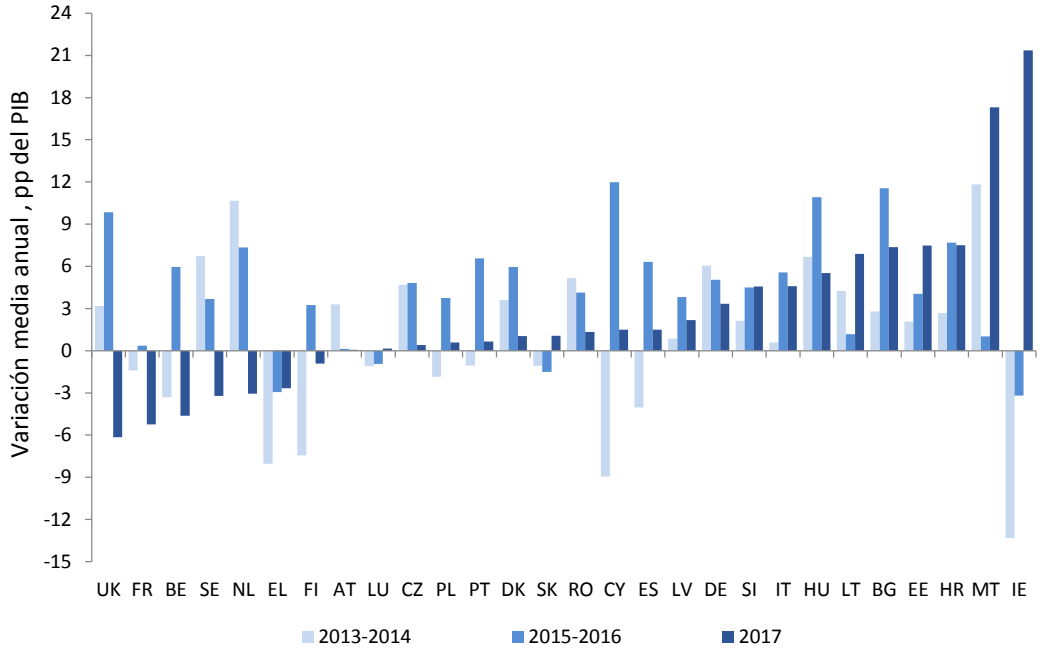
Gráfico 4: Posiciones de inversión internacional neta (PIIN) y parámetros de referencia en 2017



Fuente: Eurostat (MBP6 y SEC-10), cálculos de los servicios de la Comisión.
Nota: Los países aparecen en orden decreciente de ratio PIIN/PIB en 2017. NENDI es la PIIN excluidos los instrumentos sin riesgo de impago; para más información, véase el recuadro 1. Para los conceptos de norma de PIIN y de umbral prudencial de PIIN, véase la nota 18.

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

Gráfico 5: Dinámica de las posiciones de inversión internacional neta (PIIN)



Fuente: Eurostat
Nota: Los países aparecen en orden decreciente de variación de la ratio PIIN/PIB en 2017.

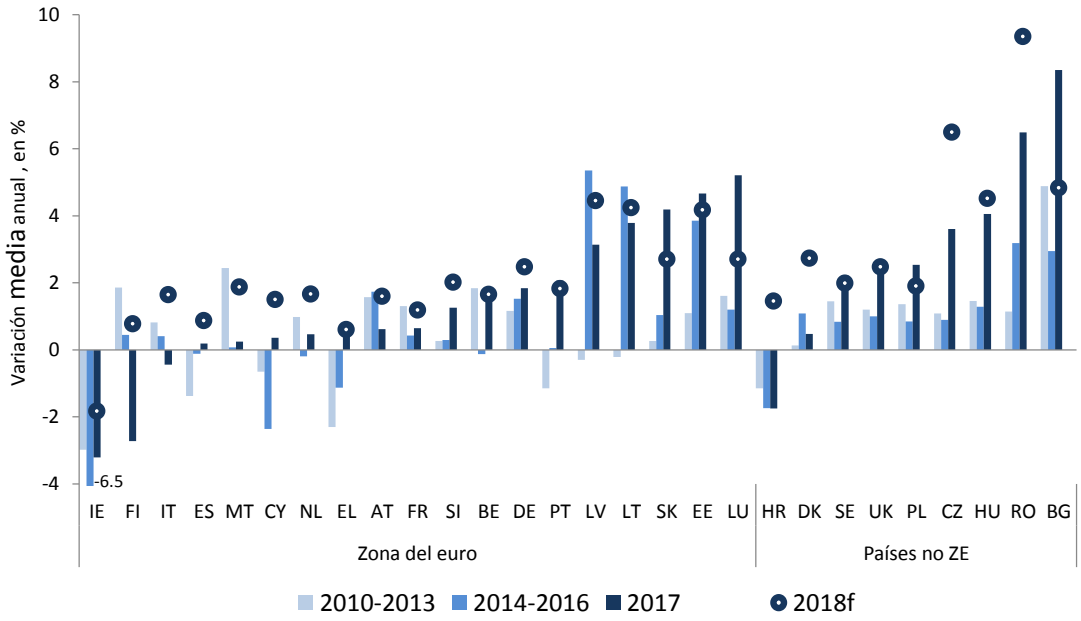
La evolución de la competitividad de costes es ahora menos favorable para el reequilibrio. Tras la crisis, los costes laborales unitarios (CLU) se caracterizaron por una dinámica relativamente moderada en los países que habían experimentado una compresión de la demanda tras la corrección de grandes déficits por cuenta corriente. El crecimiento de los CLU empezó a reanudarse con la recuperación económica, aunque sigue siendo relativamente débil a pesar del tensionamiento de los mercados laborales. En varios países de Europa Central y Oriental se registraron notables aceleraciones de los CLU: desde 2012 en Bulgaria y Estonia, 2013 en Letonia y Estonia y 2016 en Lituania, Chequia, Hungría y Rumanía. Los CLU prosiguieron su aceleración en 2017 en la mayoría de los Estados miembros gracias a la consolidación de la expansión económica, aunque sin un repunte significativo de los costes laborales en los grandes países acreedores netos. Como consecuencia de ello, se sigue confirmando la tendencia iniciada en 2016 hacia un patrón de evolución de la competitividad que parece menos favorable al reequilibrio (véase también el recuadro 2).

- **Los costes laborales unitarios se han ido acelerando en la mayoría de los Estados miembros**. Su crecimiento en los últimos años fue especialmente fuerte en Bulgaria, Estonia, Letonia y Lituania (gráfico 6); en todos ellos se traspasa el umbral del cuadro de indicadores. En 2017, las aceleraciones de los CLU con respecto a años anteriores destacaron claramente en Bulgaria y Rumanía y, en menor medida, también en Chequia, Luxemburgo y Eslovaquia. Las estimaciones para 2018 apuntan a escenarios de continuación del dinamismo de los CLU en muchos de esos países, con una aceleración más notable en Chequia, Hungría, Letonia, Lituania y Rumanía, y una desaceleración, aunque manteniéndose en un nivel elevado, en Bulgaria.

- **El patrón de crecimiento de los costes laborales unitarios en los diferentes países refleja en líneas generales diferencias en las tensiones en los mercados de trabajo.** Los países en los que los CLU han aumentado más rápidamente son en general los que registran tasas de desempleo más bajas (gráfico 8). Los países con un rápido crecimiento del PIB en los últimos años, en particular los países bálticos y otros países de Europa Oriental, presentan una tasa de desempleo baja o moderada y una elevada tasa de crecimiento de los CLU, mientras que la progresión de los costes laborales es generalmente más contenida en los países con mayor desempleo. Esta relación es la esperable de acuerdo con el funcionamiento de la dinámica de la curva de Phillips, pero solo se da de forma limitada, ya que algunos países presentan tasas de crecimiento de los CLU muy por encima de lo que implicaría esa relación, en particular los países bálticos, Bulgaria, Chequia, Hungría o Rumanía. Al mismo tiempo, otros presentan un crecimiento de los CLU más bajo de lo esperado (por ejemplo, Croacia, Finlandia e Irlanda). En el primer grupo de países, el fuerte crecimiento de los salarios también puede asociarse a la escasa oferta de mano de obra a causa de la emigración, a la falta de trabajadores cualificados o a la inadecuación de las competencias[21].
- **El crecimiento de los salarios nominales es el factor que más contribuyó al crecimiento de los CLU observado en 2017.** En la mayoría de los Estados miembros, el factor que contribuyó en mayor medida al crecimiento de los CLU fue el crecimiento de los salarios nominales, mientras que la productividad laboral desempeñó un papel relativamente menor. La productividad de la mano de obra contribuyó en general a ralentizar el crecimiento de los CLU, debido tanto a la intensificación del uso de capital como a la productividad global de los factores (PTF), mientras que la reducción del número de horas trabajadas implicó a menudo una menor productividad (gráfico 7).
- **Las pautas de crecimiento de los CLU están cada vez menos vinculadas a las necesidades de reequilibrio externo.** Si bien en el período de crisis el desempleo tendía a ser más elevado en los países deudores netos afectados por cambios repentinos de la balanza por cuenta corriente y la consiguiente contracción de la demanda, las tasas de desempleo han ido convergiendo desde que se inició la recuperación económica, lo que significa que las pautas de crecimiento de los CLU, que, en líneas generales, reflejan los diferentes grados de tensiones en los mercados de trabajo, están cada vez menos vinculadas a las necesidades de reequilibrio externo. En 2017, y confirmando de algún modo la pauta ya observada en 2016, algunos de los países deudores netos volvieron a registrar un crecimiento de los CLU después de años de retroceso o estancamiento, siendo las aceleraciones especialmente patentes en Chipre, Grecia y Portugal. Al mismo tiempo, la persistencia de mercados laborales tensionados en los países acreedores netos no se ha traducido hasta ahora en aceleraciones salariales significativas.

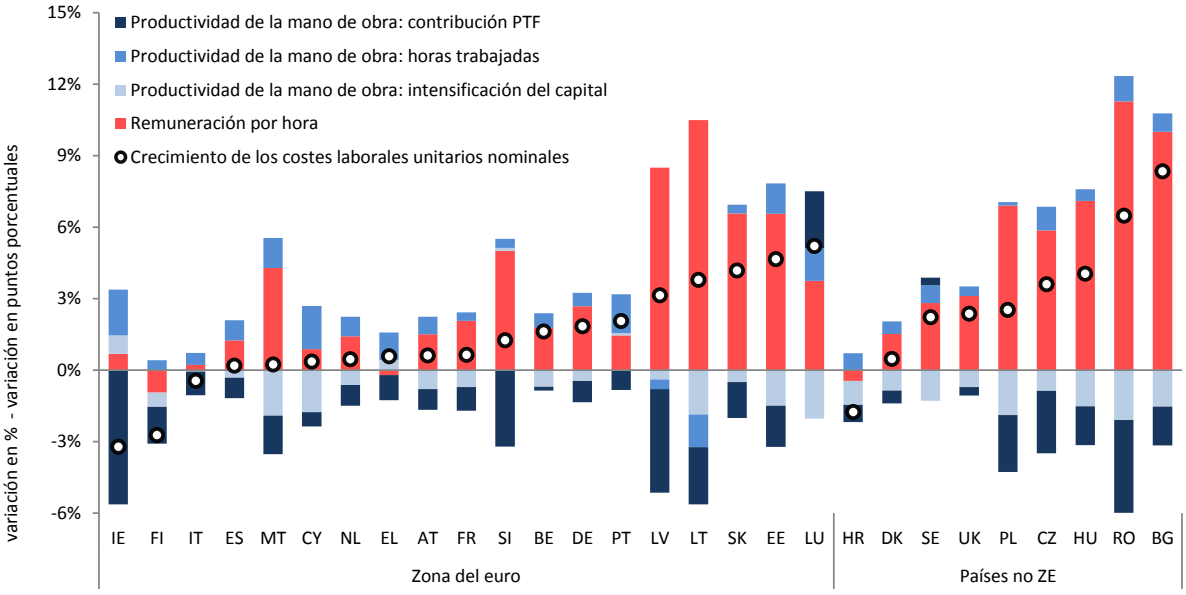
[21] Véase, por ejemplo, Comisión Europea (2018), «Labour markets and wage developments in Europe», Revisión anual 2018, y Z. Darvas e I. Gonçalves Raposo (2018), «The ever-rising labour shortages in Europe», Bruegel Blog Post, 25 de enero de 2018.

Gráfico 6: Crecimiento de los costes laborales unitarios en los últimos años



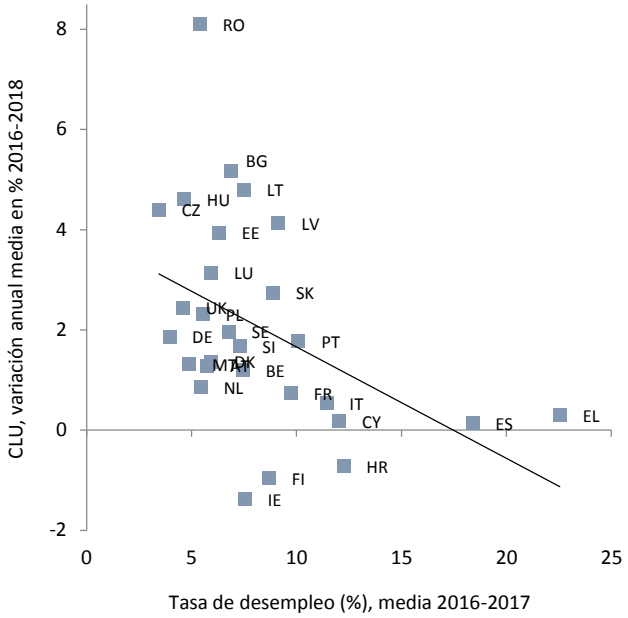
Fuente: AMECO; los datos relativos a 2018 proceden de las previsiones económicas del otoño de 2018 de la Comisión Europea.
Nota: Los países aparecen en orden creciente de crecimiento de los costes laborales unitarios en 2017.

Gráfico 7: Crecimiento de los costes laborales unitarios y factores determinantes, 2017



Fuente: AMECO y cálculos de los servicios de la Comisión.
Nota: Los países aparecen en orden creciente de crecimiento de los costes laborales unitarios en 2017. La descomposición se basa en el desglose estándar del crecimiento de los costes laborales unitarios en remuneración real por hora y productividad de la mano de obra; esta última se desglosa a su vez en contribución de las horas trabajadas, productividad total de los factores y acumulación de capital, aplicando un marco estándar de contabilización del crecimiento.

Gráfico 8: Crecimiento de los costes laborales unitarios y tasa de desempleo



Fuente: AMECO

La evolución de la competitividad de precios, medida por los tipos de cambio efectivos reales (TCER), refleja solo en parte la evolución de la competitividad de costes basada en los CLU. Las diferencias en el crecimiento de los CLU se han traducido en mejoras y pérdidas de competitividad de costes para los Estados miembros de la UE cuando se mide mediante los TCER basados en los CLU, que tienen en cuenta tanto la evolución del crecimiento de los CLU con respecto a sus competidores en el mercado nacional y en terceros mercados como la evolución de los tipos de cambio nominales (gráfico 9).

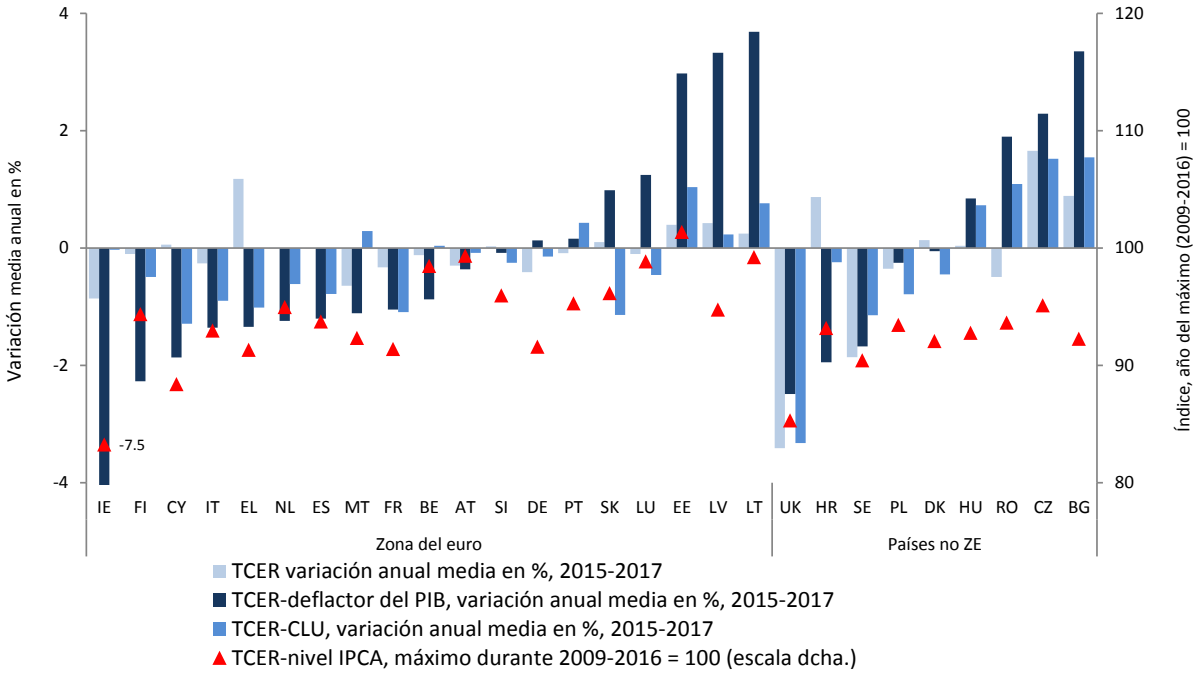
- En los últimos años, **la mayoría de los Estados miembros de la zona del euro han registrado disminuciones del TCER basado en los CLU**, lo que significa que reducciones relativas de los costes laborales bastaban para compensar la apreciación del euro en términos efectivos desde 2016. Sin embargo, **unos cuantos países de la zona del euro** y, **en particular**, **los países bálticos, registraron en cambio pérdidas de competitividad de costes**, medida mediante el TCER basado en los CLU. Entre los países no pertenecientes a la zona del euro, la evolución del TCER basado en los CLU vino asociada en gran medida a las fluctuaciones de los tipos de cambio nominales, medidas mediante los tipos de cambio efectivos nominales (TCEN). Las depreciaciones acarrearon mejoras de competitividad en Polonia, Rumanía, Suecia y el Reino Unido, mientras que las apreciaciones tuvieron efectos principalmente en Bulgaria y Chequia. En los últimos años, la mejora de la competitividad de costes, medida mediante la variación del TCER basado en los CLU, fue, en general, de mayor magnitud en los países deudores netos. Los datos son coherentes con los analizados más arriba en relación con la dinámica de los CLU.

- **La dinámica de la competitividad de precios**, medida mediante el TCER basado en el deflactor del PIB, **ha sido más contenida que la de la competitividad de costes**, medida mediante el TCER basado en los CLU. Ello implica que parte de la variación de los CLU afectó a los márgenes precio-coste más que a los precios (gráfico 9). Los datos indican que **la compresión de márgenes fue especialmente marcada en los países que registraron grandes pérdidas de competitividad de costes**, en particular los países bálticos, Bulgaria y Rumanía[22].

- En una serie de países, unas **tasas de inflación de los precios de consumo negativas** o muy moderadas se han traducido en una importante **mejora de la competitividad**, medida mediante el TCER basado en el IPCA. Dos países, Chipre e Irlanda, se situaron en 2017 incluso por debajo del umbral inferior del cuadro de indicadores. En la mayoría de los países, **la actual situación de competitividad es más favorable que antes de la crisis, ya que el nivel del TCER basado en el IPCA** se sitúa por debajo del registrado en picos anteriores. La depreciación real coincidió en la mayoría de los casos con una reducción del precio relativo de los bienes y servicios no exportables, y un aumento de la cuota de los bienes y servicios exportables en la economía, lo que ha mejorado el potencial de una dinámica de crecimiento impulsada por las exportaciones. Sin embargo, en algunos países, en particular Austria, Estonia y Lituania, las cifras actuales del TCER basado en el IPCA están cerca de los picos anteriores o los superan.

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

Gráfico 9: Tipos de cambio efectivos reales y nominales (TCER y TCEN)



Fuente: AMECO

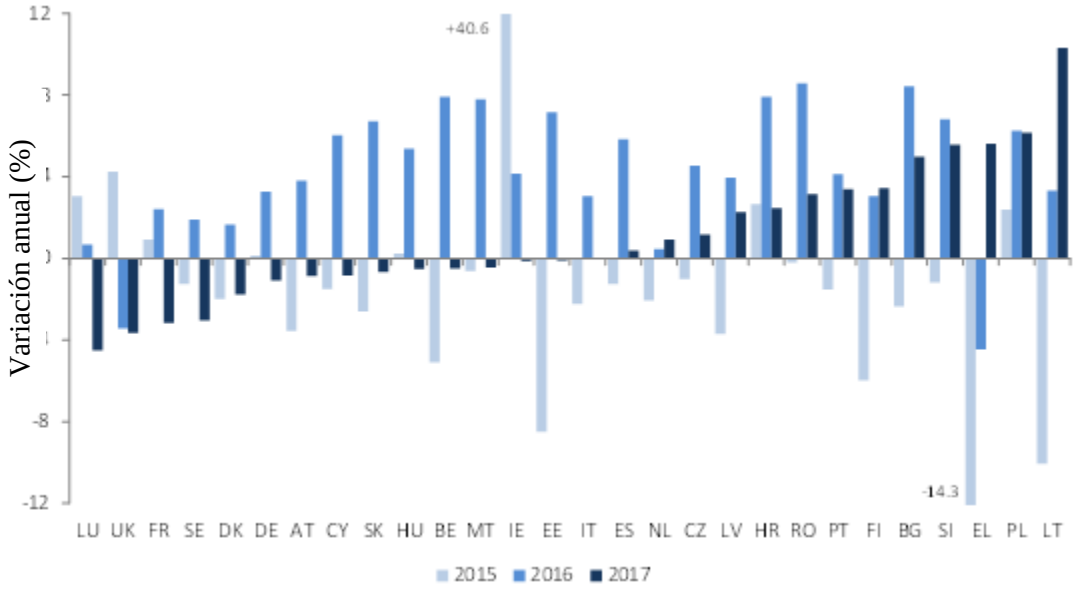
Nota: Los países aparecen en orden creciente de variación media anual del tipo de cambio efectivo real (TCER) basado en el crecimiento de los CLU entre 2015 y 2017. Los TCER basados en los CLU y en el deflactor del PIB y el tipo de cambio efectivo nominal (TCEN) se calculan en relación con 37 socios comerciales; el TCER basado en el IPCA se calcula en relación con 42 socios comerciales como en el cuadro de indicadores del IMA.

En una mayoría de países de la UE se registraron aumentos de las cuotas de mercado de las exportaciones, aunque cada vez son de menor magnitud. La variación de las cuotas de mercado de las exportaciones a lo largo de cinco años registrada en 2017 muestra valores positivos en la mayoría de los Estados miembros de la UE, y solo en un país (Grecia) las pérdidas de cuota de mercado de las exportaciones superan el umbral del cuadro de indicadores. Datos más recientes muestran un panorama de contrastes: aún prevalecen los aumentos, aunque se moderan en 2017, en un contexto de apreciación del euro y una dinámica de los precios de las materias primas menos favorable. Al mismo tiempo, la actividad exportadora de los países de la UE prosiguió su recuperación en 2017 y el crecimiento de las exportaciones de otras economías se aproximó al de la UE en 2017, con una aceleración con respecto a años anteriores[23].

- La anterior tendencia positiva general de las cuotas de mercado de las exportaciones de la UE se ha visto favorecida por un repunte de la demanda de exportaciones intra-UE y la mejora de la competitividad indicada anteriormente. **El aumento de las cuotas de mercado fue, en general, algo más pronunciado en los países deudores netos, así como en los países de Europa Central y en algunos países de Europa Oriental**, lo que significa que una mayor mejora de la competitividad en esos países también tendió a traducirse en una ventaja en términos de penetración de las exportaciones.
- Datos más recientes sobre la evolución anual de las cuotas de mercado indican mejoras en 2016, y resultados generalmente más modestos para 2017 (gráfico 10). **Las mejoras se moderaron en casi todos los Estados miembros de la UE en 2017**, mientras que las mejoras más acusadas se registraron en Grecia y Lituania, lo que refleja una reversión respecto a las grandes pérdidas anteriores.

[23] Véanse las previsiones del otoño de 2018 de la Comisión Europea; y FMI (2018), Perspectivas de la Economía Mundial, octubre de 2018. Véase también el cuadro 2.1 del anexo para el comportamiento de las exportaciones respecto de las economías avanzadas.

Gráfico 10: Evolución de las cuotas de mercado de las exportaciones en los últimos años



Fuente: Eurostat, cálculos de los servicios de la Comisión.
Nota: Los países aparecen en orden creciente de variación anual de las cuotas de mercado de las exportaciones en 2017.

Recuadro 2: La dimensión «zona del euro» de los desequilibrios macroeconómicos

La balanza por cuenta corriente de la zona del euro se ha estabilizado en niveles muy elevados. El saldo de la balanza por cuenta corriente de la zona del euro aumentó de manera visible después de la crisis de 2008 y hasta 2016. Desde entonces, su valor se ha estabilizado en torno al 3,2 % del PIB en 2016 y 2017, según las estadísticas de la balanza de pagos[24]. El superávit por cuenta corriente de la zona del euro sigue siendo el mayor del mundo y se estima que está por encima del valor que cabría esperar sobre la base de los indicadores económicos fundamentales (aproximadamente el 1,5 % del PIB de la zona del euro)[25]. Según las previsiones del otoño de 2018 de la Comisión Europea, en un escenario sin cambios en las políticas, el superávit por cuenta corriente de la zona del euro emprenderá un lento descenso de aquí a 2020[26]. Entre los factores que podrían contribuir a una reducción del superávit cabe citar un debilitamiento relativo de las condiciones cíclicas en otras zonas de la economía mundial, la materialización de los efectos de las políticas comerciales restrictivas y de la reciente apreciación real efectiva del euro, una posible nueva apreciación del euro (vinculada, entre otros factores, a presiones alcistas del mercado derivadas de la persistencia de grandes superávits exteriores), o la prolongación de la actual tendencia al alza de los precios del petróleo.

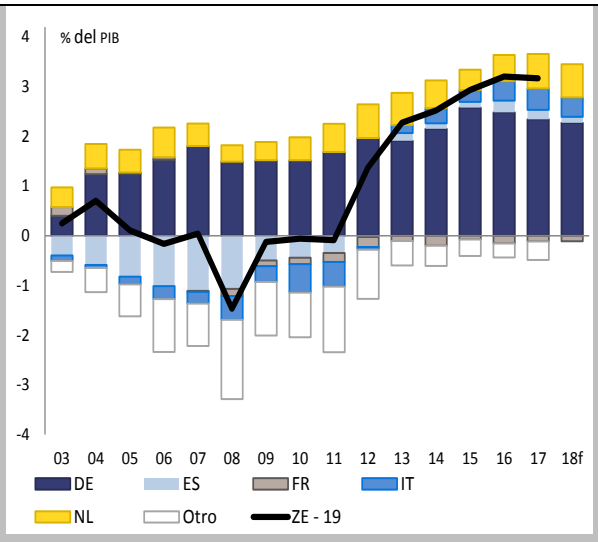
Gráfico B.1: Evolución de la balanza por cuenta corriente de la zona del euro: desglose por países

Gráfico B.2: Evolución de la balanza por cuenta corriente de la zona del euro: desglose por elementos

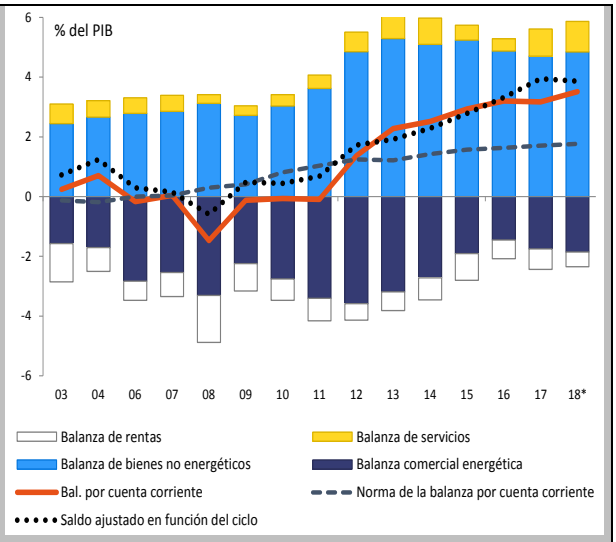
[24] Las cifras de la balanza por cuenta corriente de la zona del euro basadas en los datos de la balanza de pagos se han revisado recientemente ligeramente a la baja y en la actualidad muestran un superávit inferior en alrededor de 0,3 y 0,1 puntos porcentuales del PIB en 2015 y 2016, respectivamente, con respecto a las cifras disponibles hace un año. El saldo de la balanza por cuenta corriente del conjunto de la zona del euro frente al resto del mundo fue del 3,2 % del PIB tanto en 2016 como en 2017, según las cifras de la balanza de pagos y de las cuentas nacionales. Sin embargo, los saldos de la balanza por cuenta corriente de los Estados miembros de la zona del euro sumaban el 3,5 % y el 4 % del PIB de la zona del euro en 2016 y 2017, respectivamente. Las discrepancias entre la cifra agregada de la zona del euro y la suma de los saldos de la balanza por cuenta corriente de los Estados miembros se deben a ajustes por asimetrías en los datos notificados por estos.

[25] En relación con el método de cálculo de los saldos de las balanzas por cuenta corriente en consonancia con los indicadores fundamentales (norma de la balanza por cuenta corriente), véase la nota **Error! Bookmark not defined.** y las referencias que contiene. El FMI («External Sector Report 2018») también sugiere que la norma de la balanza por cuenta corriente de la zona del euro se sitúa en el entorno del 1,5 % del PIB.

[26] Previsiones basadas en las cifras de las cuentas nacionales.



Fuente: AMECO, cifras de la balanza de pagos.



Fuente: Eurostat, cifras de la balanza de pagos.
Nota: «18*» se refiere a los datos de la media móvil de cuatro trimestres, hasta el segundo trimestre de 2018.

El incremento del superávit de la zona del euro refleja la corrección de las balanzas por cuenta corriente anteriormente deficitarias combinada con la persistencia de grandes superávits. El saldo de la balanza por cuenta corriente de la zona del euro estaba generalmente equilibrado antes de 2008, registró un déficit ese año en un contexto de un importante descenso de la demanda mundial de exportaciones y pasó a una situación de superávit después de la crisis financiera de 2008, principalmente debido a la fuerte corrección de los grandes déficits tras la reversión de los flujos financieros transfronterizos privados (gráfico B.1.). Después de 2011, el superávit aumentó aún más con la propagación de la crisis de la deuda a España e Italia y la compresión subsiguiente de su demanda interna, que contribuyó a que el saldo de la balanza por cuenta corriente de estos países pasara a ser excedentario. Desde 2011, también se produjo un aumento gradual del elevado superávit por cuenta corriente de Alemania. En la actualidad, el superávit por cuenta corriente de la zona del euro resulta principalmente de los amplios superávits registrados en Alemania y los Países Bajos, cuyas posiciones exteriores combinadas representan la mayor parte del superávit de la zona del euro (gráfico B.1). Desde 2016, la reducción progresiva del superávit por cuenta corriente de Alemania está asociada a la estabilización del superávit de la zona del euro.

La evolución reciente de la balanza por cuenta corriente de la zona del euro está vinculada principalmente a las balanzas energética, de rentas y de servicios. La balanza de bienes no energéticos registró una mejora en el período subsiguiente a la crisis financiera que refleja la posición cíclica relativamente débil de la zona del euro en comparación con otras partes del mundo y es la causa de la mayor parte de la mejora de la balanza por cuenta corriente (gráfico B.2). Como consecuencia de ello, durante el mismo período, el saldo de la balanza por cuenta corriente ajustado en función del ciclo de la zona del euro registró una mejora más suave. A partir de 2013, con la recuperación de la producción de la zona del euro, el superávit de la balanza de bienes se estabilizó y

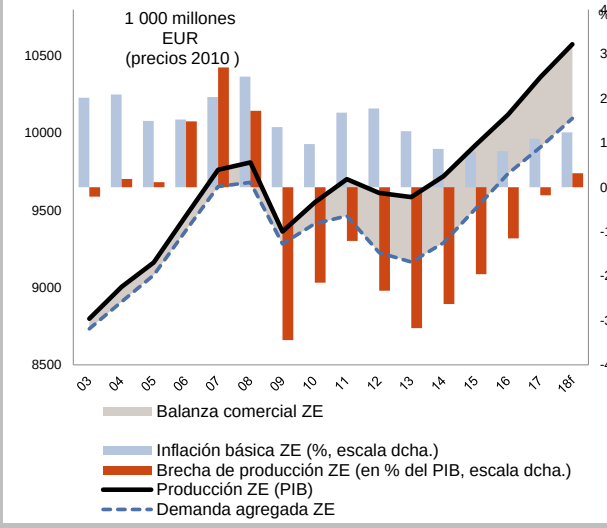
empezó a disminuir solo de forma muy moderada, en un contexto de sólido comportamiento de las exportaciones en valor y volumen en comparación con otras economías avanzadas[27]. La trayectoria posterior de la balanza energética vino determinada principalmente por las variaciones de los precios del petróleo. Después de un importante descenso en 2008, los precios del petróleo se recuperaron entre 2009 y 2011, y volvieron a caer entre 2014 y 2016, sustentando variaciones en direcciones opuestas en la balanza energética de la zona del euro. La recuperación de los precios del petróleo iniciada a mediados de 2016 explica el deterioro de la balanza energética registrado desde entonces[28]. La contribución negativa de la balanza energética al superávit de la zona del euro desde 2016 se compensó con una mejora de la balanza de servicios. A pesar de la mejora de la balanza de rentas de capital asociada a una PIIN positiva y creciente a nivel agregado de la zona del euro, la balanza de rentas sigue siendo negativa y se ha deteriorado en 2017 por la dinámica de las rentas netas de las empresas.

La dinámica del superávit de la zona del euro está vinculada a una demanda interna que va a la zaga de la de la actividad económica y a una demanda de exportaciones sostenida, basada en una demanda global favorable de bienes y servicios europeos y en una mejora de la competitividad. La diferencia entre los ingresos y los gastos agregados, que corresponde a las exportaciones netas, se ha ido ampliando desde después de la crisis financiera de 2008 hasta 2016 (véase el gráfico B.3). Al inicio de la crisis, la atonía de la demanda reflejaba un proceso a gran escala de desapalancamiento del sector privado, en especial en los países deudores netos afectados por interrupciones bruscas de sus cuentas corrientes, mientras que la mayor necesidad de financiación del sector público contribuyó a amortiguar el impacto de la crisis en los ingresos (gráfico B.4). Tras la agravación de la crisis de deuda de la zona del euro en 2011, el desapalancamiento se inició también en el sector público, lo que ha contribuido en mayor medida desde entonces al incremento de la capacidad de financiación de la zona del euro. Las cifras de la capacidad de financiación del sector de los hogares duplican en la actualidad a las del período anterior a la crisis, y las sociedades no financieras, que registran normalmente necesidades de financiación, presentan desde 2013 una capacidad de financiación positiva. La capacidad de financiación de las administraciones públicas sigue siendo negativa y solo recientemente ha alcanzado niveles compatibles con una disminución de las ratios de deuda pública en la mayoría de los países de la zona del euro. A pesar del desapalancamiento activo, las ratios deuda/PIB de los hogares, las empresas y las administraciones públicas se han mantenido en niveles históricamente elevados en una serie de países de la zona del euro, a causa de la prolongada situación de estancamiento del PIB nominal después de la crisis. Actualmente, el desapalancamiento tiene lugar en un entorno económico favorable.

[27] Véase también el Boletín Económico del BCE, 5/2018, recuadro 2.

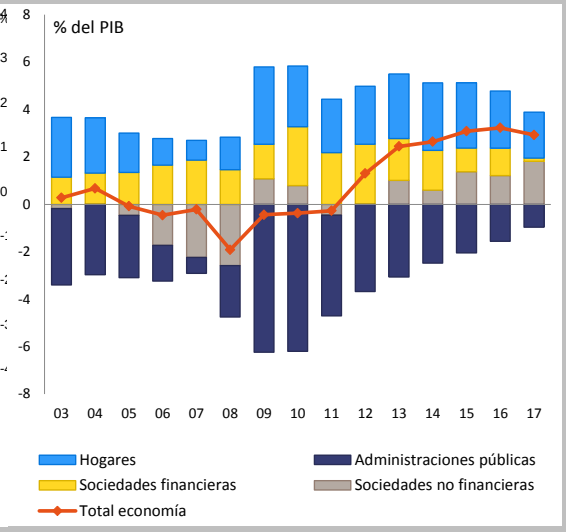
[28] Al evaluar las perspectivas de la balanza energética también debe tenerse en cuenta la progresiva mejora estructural de la balanza energética de la zona del euro para un nivel determinado de precios del petróleo, asociada al menor peso de las actividades de gran intensidad energética y a la mayor eficiencia energética de los procesos de producción. Véase, por ejemplo, IEA (2018), «Eficiencia energética 2017», Agencia Internacional de la Energía.

Gráfico B.3: Producción, demanda interna, exportaciones netas e inflación subyacente en la zona del euro



Fuente: AMECO

Gráfico B.4: Capacidad o necesidad de financiación de la zona del euro por sector



Fuente: Eurostat

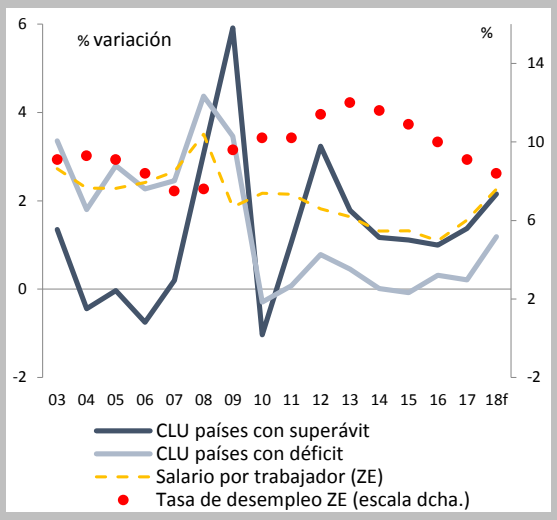
Sigue habiendo dificultades relacionadas con la persistencia de desequilibrios en términos de stocks, la duración de la expansión económica actual y el limitado margen a disposición de los países muy endeudados para amortiguar las perturbaciones negativas. Tras casi un decenio de atonía, la demanda interna de la zona del euro se está recuperando, la brecha de producción se desplaza a valores positivos y se espera que la inflación se acerque progresivamente al objetivo de las autoridades monetarias (gráfico B.3). Aunque la expansión en curso favorece la corrección de los desequilibrios de stocks, se avecinan una serie de retos. En primer lugar, existe incertidumbre sobre la duración de la actual expansión, ya que no siempre se dan las condiciones para garantizar el crecimiento de forma duradera, debido principalmente al déficit persistente de inversión, a unas condiciones marco insuficientes para estimular el crecimiento de la productividad y al potencial de capital humano sin utilizar[29]. En segundo lugar, el proceso de reequilibrio en la zona del euro sigue siendo incompleto. Los países con un pasado de grandes déficits siguen caracterizándose por PIIN muy negativas y grandes volúmenes de deuda privada o pública, que representan vulnerabilidades. Por otra parte, los países con una carga de deuda elevada son también, por lo general, aquellos que disponen de un margen relativamente más estrecho para reducir las ratios de deuda mediante el crecimiento de la producción potencial, lo que significa que el margen de ahorro público y privado para amortiguar las perturbaciones de producción negativas será probablemente limitado (gráfico B.6).

Un proceso de reequilibrio simétrico en la zona del euro contribuiría a restablecer un crecimiento sostenible, garantizando al mismo tiempo la estabilidad macroeconómica de cara al

[29] Véase Comisión Europea, Estudio Prospectivo Anual sobre el Crecimiento 2019, y B. Pierluigi y D. Sondermann (2018), «Macroeconomic imbalances in the euro area: where do we stand?», BCE, Occasional Paper 211/2018.

futuro. Se necesita una combinación adecuada de políticas para garantizar que el crecimiento sea sostenible en el futuro y compatible con la estabilidad macroeconómica. En los países deudores netos, la reducción de los grandes volúmenes de deuda externa e interna obliga a mantener saldos prudentes de la balanza por cuenta corriente y a garantizar un ritmo adecuado de reducción de la deuda, manteniendo al mismo tiempo el objetivo de incrementar el potencial de crecimiento a través de las oportunas inversiones y reformas y previniendo el riesgo de ajuste procíclico en tiempos de crisis. Resulta especialmente necesario mejorar las perspectivas de productividad en los países deudores netos, tanto para garantizar la sostenibilidad de los niveles de deuda como para lograr que la evolución de la competitividad relativa sea más favorable al reequilibrio, en un contexto en el que la mejora de la competitividad relativa de los países deudores netos que se inició en 2012 ha empezado a reducirse recientemente (gráfico B.5). Por el contrario, las políticas destinadas a fomentar la inversión y superar la inercia salarial podrían ayudar a corregir los grandes superávits persistentes de los países acreedores netos, contribuyendo al mismo tiempo a apoyar su potencial de crecimiento y a reducir la dependencia de las perspectivas de crecimiento respecto de la demanda exterior.

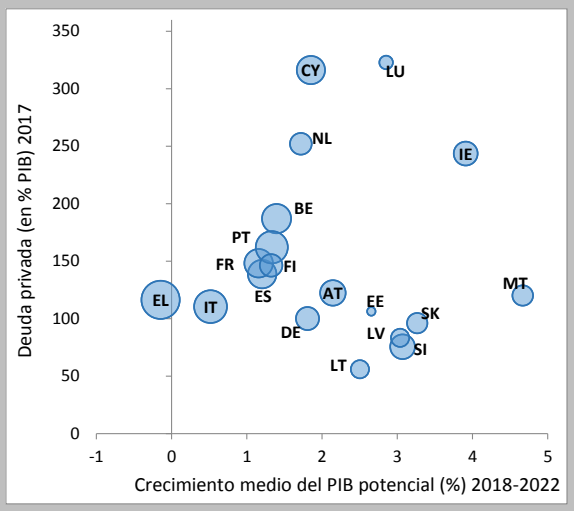
Gráfico B.5: Reequilibrio en la ZE (desempleo, salarios y crecimiento de los CLU)



Fuente: AMECO

Nota: Son países «excedentarios» Austria, Bélgica, Finlandia, Alemania, Luxemburgo y los Países Bajos; todos los demás miembros de la zona del euro se consideran países «deficitarios».

Gráfico B.6: Perspectivas de deuda y crecimiento potencial en los países de la zona del euro



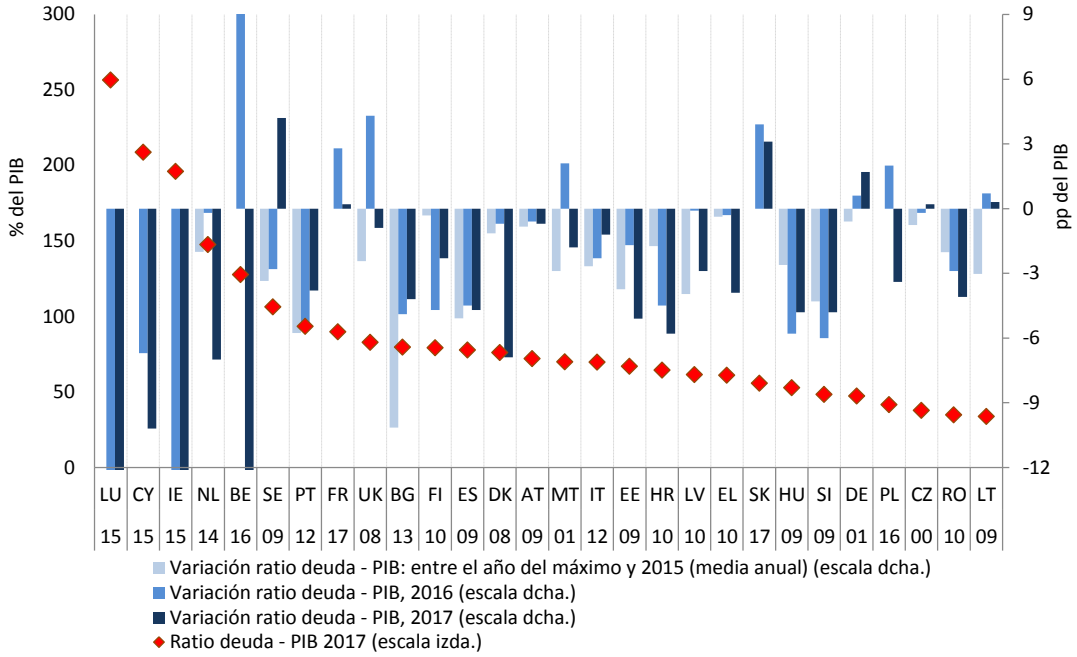
Fuente: AMECO

Nota: El tamaño de las burbujas representa el valor de la deuda pública (en % del PIB) en 2017.

Las ratios de deuda del sector privado van disminuyendo progresivamente, pero siguen siendo elevadas en varios Estados miembros. Doce Estados miembros rebasaron el umbral del cuadro de indicadores relativo a la deuda privada en 2017, el mismo conjunto de países que en el IMA del año pasado. Las ratios de deuda privada más elevadas son las de Chipre, Irlanda, Luxemburgo y los Países Bajos, aunque sus cifras se ven influidas por las transacciones transfronterizas vinculadas con la actividad de las empresas multinacionales. También se registran niveles de deuda privada especialmente elevados en Bélgica, Dinamarca, Portugal, Suecia y el Reino Unido, que rebasan el 160 % del PIB. La contribución relativa de los hogares y las sociedades no financieras a los elevados niveles de deuda privada varía entre los Estados miembros. En el caso de Bélgica, Irlanda y Luxemburgo, las ratios de deuda privada globalmente elevadas se explican sobre todo por el endeudamiento de las sociedades no financieras. Por el contrario, en Dinamarca y el Reino Unido, el sector de los hogares es el responsable de grandes volúmenes de deuda privada. Chipre, los Países Bajos, Suecia y Portugal experimentan unos niveles de deuda relativamente altos tanto en el sector empresarial como en el de los hogares. Las diferencias en el volumen de deuda privada entre los distintos países obedecen, en gran medida, a diferencias en los factores fundamentales que justifican la acumulación de deuda, como las perspectivas de crecimiento e inversión y el desarrollo del sector financiero. Una evaluación de los niveles de deuda debe, por tanto, tener en cuenta esos factores, así como otros elementos que afectan a los riesgos que plantea un nivel de deuda elevado desde una perspectiva de futuro[30].

[30] Dichos factores se tienen en cuenta en los criterios de referencia específicos para cada país elaborados por la Comisión Europea en cooperación con el grupo de trabajo LIME del CPE [Comisión Europea, «Benchmarks for the assessment of private debt», nota para el Comité de Política Económica, ARES(2017) 4970814]. Un primer criterio de referencia permite evaluar la deuda privada teniendo en cuenta valores que pueden explicarse sobre la base de indicadores económicos fundamentales. Un segundo criterio de referencia consiste en umbrales prudenciales basados en la maximización de la capacidad de la señal para predecir crisis bancarias y que incorpora información específica por país sobre capitalización bancaria, deuda pública y nivel de desarrollo económico. En la mayoría de los Estados miembros de la UE, las ratios de deuda privada/PIB por encima del umbral del cuadro de indicadores del IMA también superan los criterios de referencia específicos para cada país.

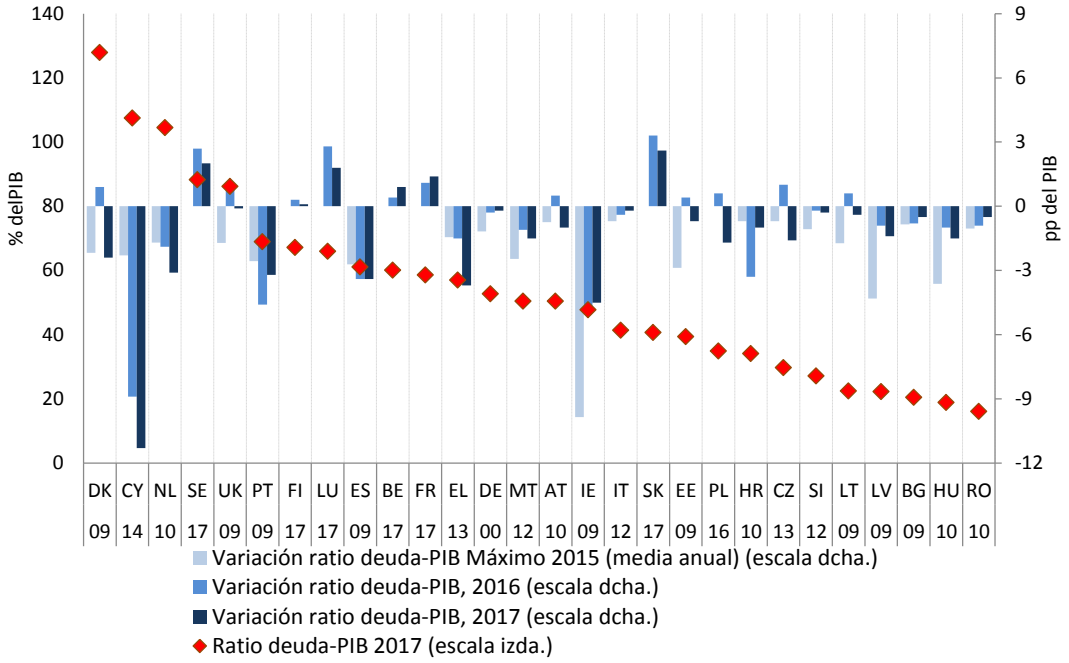
Gráfico 11: Ritmo de desapalancamiento de las sociedades no financieras



Fuente: Cuentas sectoriales anuales consolidadas de Eurostat, cálculos de los servicios de la Comisión.

Nota: Los países aparecen en orden decreciente de ratio deuda/PIB en 2017. La cifra que figura debajo del código de cada país indica el año en que este ha alcanzado el nivel máximo. La variación hasta el nivel máximo se ha calculado partiendo de un año inicial distinto del año 2000 en el caso de Croacia e Irlanda (2001) y Chipre (2006). Las observaciones de LU, IE, BE se han truncado para encajarlas en la escala.

Gráfico 12: Ritmo de desapalancamiento de los hogares



Fuente: Cuentas sectoriales anuales consolidadas de Eurostat, cálculos de los servicios de la Comisión.
Nota: Los países aparecen en orden decreciente de ratio deuda/PIB en 2017. La cifra que figura debajo del código de cada país indica el año en que este ha alcanzado el nivel máximo. La variación hasta el nivel máximo se ha calculado partiendo de un año inicial distinto del año 2000 en el caso de Croacia e Irlanda (2001).

Las ratios de deuda privada/PIB están retrocediendo desde su máximo en la mayoría de los Estados miembros, a un ritmo que no siempre se corresponde con las necesidades de desapalancamiento. El proceso de desapalancamiento ha comenzado en primer lugar en las sociedades no financieras, y ha sido más rápido que en el sector de los hogares, debido, por un lado, a los flujos de crédito netos más negativos en el sector empresarial y, por otro, al mayor impacto del crecimiento nominal en la reducción de las ratios deuda/PIB, habida cuenta del mayor volumen de deuda de las sociedades en comparación con los hogares.

- En una serie de países, las **sociedades no financieras** han conseguido reducir al menos a la mitad aproximadamente las ratios deuda/PIB acumuladas entre 2000 y el año en que su deuda alcanzó su nivel máximo (Croacia, Dinamarca, Estonia, Hungría, Italia, Letonia, Lituania, Portugal, Rumanía, Eslovenia, España, Suecia y el Reino Unido). Sin embargo, el ritmo del desapalancamiento no siempre se ha adecuado a las necesidades de desapalancamiento; en cuatro países con algunas de las ratios más elevadas de deuda de las empresas (Luxemburgo, Irlanda, Chipre, los Países Bajos y Bélgica), el desapalancamiento empresarial ha sido modesto habida cuenta de los volúmenes de deuda, mientras que en Francia los niveles de deuda de las sociedades no financieras han seguido creciendo (gráfico 11).
- Las ratios de apalancamiento de los **hogares** disminuyeron en los dos últimos años en los tres Estados miembros donde los hogares están más endeudados (Chipre, Dinamarca y los Países Bajos), así como en otros países con una deuda elevada, como Grecia, Portugal y España

(gráfico 12). El desapalancamiento de los hogares ha cesado en el Reino Unido y las ratios de deuda relativamente elevadas de Finlandia y Suecia siguen aumentando.

Gráfico 13: Desglose de la variación de la ratio deuda de las sociedades no financieras / PIB (primer trimestre de 2018)

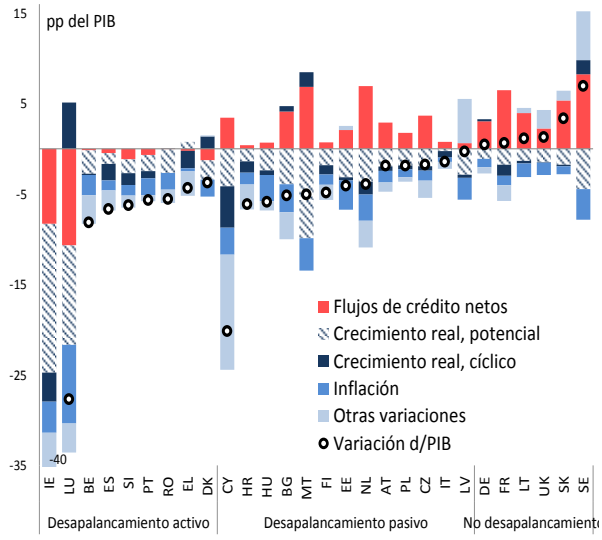
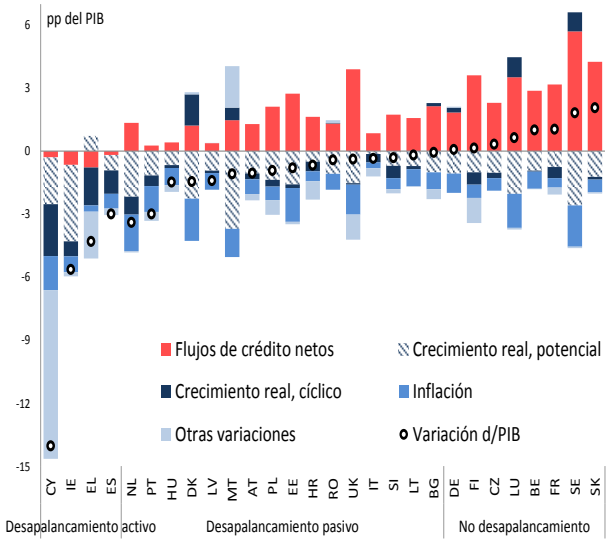


Gráfico 14: Desglose de la variación de la ratio deuda de los hogares / PIB (primer trimestre de 2018)



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

El proceso de desapalancamiento depende cada vez más del aumento de las tasas de crecimiento del PIB nominal. Los flujos de crédito al sector privado se están recuperando, pero siguen siendo moderados, y ningún Estado miembro rebasó el umbral del cuadro de indicadores en 2017. El crecimiento del PIB nominal ha aliviado la presión para el desapalancamiento activo, lo que se ha traducido en un menor número de países con flujos de crédito negativos, ya sea a las empresas o a los hogares, y flujos negativos, en promedio, de un menor valor absoluto (gráficos 13 y 14). Además, algunos de los países que anteriormente no estaban en proceso de desapalancamiento empezaron un proceso de desapalancamiento «pasivo», es decir, solo porque el crecimiento del PIB nominal está reduciendo las ratios deuda/PIB y porque los flujos de crédito netos se suman a la deuda. Es lo que ocurre en Italia, Austria y Chequia en lo que respecta a las sociedades no financieras, y en Austria, Estonia y Polonia en el sector de los hogares. Como se muestra en los gráficos 13 y 14, buena parte de las recientes tasas de crecimiento nominal se consideran de carácter cíclico (por ejemplo, en Chipre, Grecia, España, Portugal y Croacia). De cara al futuro, las perspectivas de un mayor desapalancamiento pasivo dependerán cada vez más del potencial de crecimiento, ya que el

componente cíclico del crecimiento empezará a desaparecer a medida que las brechas de producción se vuelvan positivas en un número creciente de países.

Las condiciones en el sector bancario de la UE están mejorando, pero en algunos países persisten unos bajos niveles de rentabilidad y grandes volúmenes de préstamos no productivos. Esto ocurre, en particular, en Grecia, Chipre Italia y Portugal (gráficos 15 y 16). En el lado positivo, en 2017 la recuperación de la rentabilidad del sector bancario fue especialmente acusada en esos países, y las reducciones de los préstamos no productivos fueron a menudo muy considerables.

- **El aumento de los pasivos del sector financiero se ralentizó en 2017** en la mayoría de los países de la UE y se mantiene dentro del umbral del cuadro de indicadores en todos los Estados miembros, salvo en dos.[31] Los flujos de crédito bancario se moderaron en 2017 después de su repunte anterior y el aumento del crédito bancario sigue siendo más fuerte en el sector de los hogares que en el de las sociedades no financieras.
- Durante el pasado año, **la mayoría de los Estados miembros fueron testigos de mejoras de la rentabilidad de los bancos y las ratios de capital**. Las valoraciones del capital bancario aumentaron hasta principios de 2018 y posteriormente tuvo lugar una corrección a la baja que compensó parcialmente su aumento anterior parcialmente ligado al aplanamiento de las curvas de rendimiento y la compresión conexa de los márgenes de tipos de interés. En algunos Estados miembros puede observarse una combinación de baja rentabilidad, ratios de capital bajas con respecto al resto de países y altos niveles de préstamos no productivos.
- **Los volúmenes de préstamos no productivos siguen siendo elevados en una serie de Estados miembros.** La ratio de préstamos no productivos en 2017 es especialmente elevada en Grecia y Chipre, donde representan, respectivamente, el 45 % y el 30 % del total de préstamos, y en Italia, Portugal, Bulgaria, Irlanda, Croacia, donde el volumen de préstamos no productivos se mantiene cercano al 10 % del total de préstamos[32]. Tras haber aumentado durante el período posterior a la crisis, los préstamos no productivos han empezado a disminuir a diferentes velocidades en toda la UE. **Las últimas cifras señalan que la reducción de los préstamos no**

[31] Chequia y Eslovaquia son las excepciones. En el primer caso, el rápido aumento de los pasivos del sector financiero en 2017 es en gran parte atribuible a las operaciones financieras anteriores a la finalización del compromiso en materia de tipo de cambio, por lo que no reflejan la actividad de préstamo nacional. En Eslovaquia, el aumento se debió principalmente al incremento de los pasivos del banco central frente a no residentes, lo cual podría guardar relación con los servicios de gestión de reservas que presta el Banco Nacional de Eslovaquia, que no tienen repercusiones inmediatas sobre la economía nacional.

[32] En el conjunto de indicadores auxiliares del cuadro de indicadores los préstamos no productivos se definen como el total de préstamos y anticipos brutos no productivos en porcentaje del total de préstamos y anticipos brutos (importe en libros bruto), para el sector informador «Grupos bancarios y entidades de crédito independientes nacionales, filiales bajo control extranjero y sucursales bajo control extranjero, todas las entidades». Los valores figuran en el cuadro 2.1.

productivos sigue adelante, también en los países con una elevada proporción de préstamos de este tipo (excepto Grecia), especialmente en Portugal e Italia (gráfico 16)[33].

Gráfico 15: Rentabilidad bancaria y ratios de capital

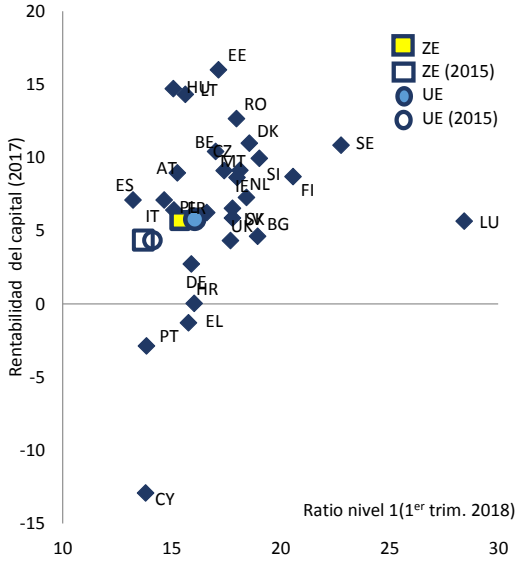
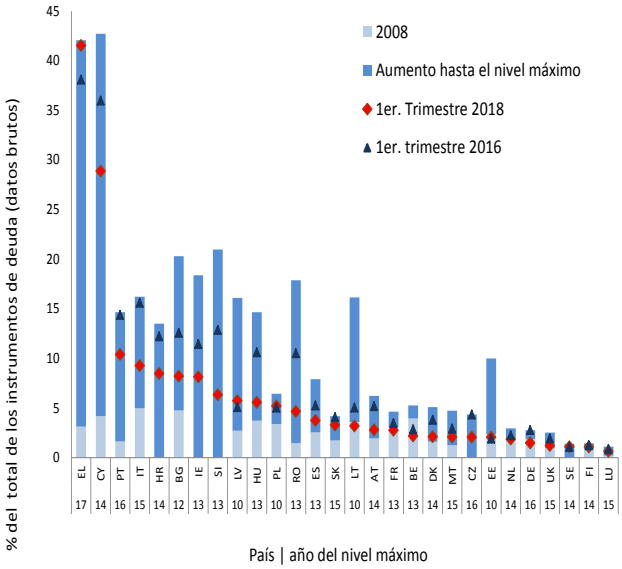


Gráfico 16: Instrumentos de deuda dudosos



Fuentes: BCE, cálculos de los servicios de la Comisión.
Notas: No se dispone de datos brutos sobre los instrumentos de deuda dudosos para CZ, HR, SE y SI en 2008.

Los precios de la vivienda siguieron aumentando en casi todos los países de la UE en 2017, pero las tasas de crecimiento de los precios parecen estar moderándose en los países donde los signos de sobrevaloración son más fuertes. A pesar del continuo crecimiento sostenido de los precios de la vivienda en la UE, los datos de 2017 revelan que hay menos países que en 2016 donde el crecimiento de los precios de la vivienda está por encima del umbral del cuadro de indicadores. En 2017, solo seis países (Bulgaria, Chequia, Irlanda, los Países Bajos, Portugal y Eslovenia) presentaron valores por encima del umbral, mientras que en el IMA de 2018 aparecen casos por encima del umbral en diez países sobre la base de los datos de 2016. Esos cambios reflejan desaceleraciones de medias a moderadas respecto de los valores por encima del umbral y aceleraciones en algunos países. Solo en Grecia y en Italia se registró en 2017 un crecimiento negativo de los precios reales de la vivienda.

[33] Aunque las ratios de préstamos no productivos armonizadas solo están disponibles desde 2014, el gráfico 17 muestra la ratio entre los instrumentos de deuda dudosos y los instrumentos de deuda bruta total, que está disponible en series cronológicas más largas, y que hace referencia, además de a los préstamos, a otros instrumentos de deuda mantenidos por el sector bancario. Esta última ratio suele ser ligeramente inferior a las ratios de préstamos no productivos. La máxima diferencia entre ambas ratios asciende en la actualidad a 4 p.p. (Grecia), mientras que para la mayoría de los Estados miembros se sitúa por debajo de 1 p.p.

Datos más recientes indican que las tasas de crecimiento en el primer semestre de 2018 con respecto a un año antes se han situado por encima del umbral del 6 % del cuadro de indicadores en Hungría, Irlanda, Letonia, los Países Bajos, Portugal, Eslovaquia y Eslovenia.

- La prolongación de tasas sostenidas de crecimiento de los precios reales de la vivienda **ha vuelto a situar los precios de la vivienda en los niveles máximos de antes de la crisis, o por encima de ellos**, en una serie de países, a saber, Austria, Bélgica, Chequia, Alemania, Luxemburgo, Malta y Suecia. Las tasas de crecimiento de los precios reales de la vivienda por encima de las tasas de crecimiento de las rentas y otras variables pertinentes que normalmente determinan los precios de la vivienda están llevando estos precios a un territorio de **posible sobrevaloración en un número cada vez mayor de países** (gráfico 17)[34].

- Las **aceleraciones** de los precios reales de la vivienda en 2017 se produjeron sobre todo **en países con brechas de valoración negativas o ligeramente positivas** (gráfico 18). En cambio, se observaron **desaceleraciones en países que presentan signos más evidentes de sobrevaloración**, en particular a la luz de las limitaciones de asequibilidad, la aplicación de políticas macroprudenciales y el efecto mecánico sobre el crecimiento de los precios reales de la vivienda asociados al repunte de las tasas de inflación (por ejemplo, en Austria, Luxemburgo y el Reino Unido). En la actualidad, las mayores tasas de crecimiento de los precios de la vivienda se registran en los países donde no hay signos de sobrevaloración o estos son moderados. Los datos trimestrales, también los correspondientes a principios de 2018, indican aceleraciones en Estonia, Croacia, Hungría, Polonia, Portugal, Eslovenia y Eslovaquia. Se observan desaceleraciones especialmente en Bulgaria, Chequia, Rumanía y Suecia, países en los que el crecimiento de los precios de la vivienda entró en terreno negativo en el primer semestre de 2018 sobre una base interanual[35]. Irlanda, Portugal y Eslovenia registraron tasas de crecimiento de dos dígitos en el primer semestre de 2018 con respecto a un año antes.

- En una serie de países, entre los que se incluyen Dinamarca, Luxemburgo, Suecia y el Reino Unido, **la sobrevaloración de los precios de la vivienda coexiste con altos niveles de**

[34] El análisis de las valoraciones de los precios se basa en una media de tres variables: i) diferencia en cuanto a asequibilidad (desviación de la ratio precios/ingresos con respecto a su media a largo plazo); i) diferencia en cuanto a rendimiento (desviación de la ratio precios/rentas con respecto a su media a largo plazo); y iii) estimaciones de las desviaciones de los precios de la vivienda respecto de los valores de equilibrio, justificadas por los indicadores fundamentales de la demanda y la oferta de viviendas. Véase N. Philiponnet y A. Turrini, 2017, «Assessing House Price Developments in the EU», European Economy Discussion Paper 048, mayo de 2017. Un indicador alternativo basado en ratios entre los precios de la vivienda y los niveles de la renta disponible de los hogares per cápita sugiere que podría haber sobrevaloraciones en Croacia, Chipre y Estonia, mientras que los signos de sobrevaloración son menos evidentes en el caso de Dinamarca, Chequia y Letonia [véase Comisión Europea, Previsiones económicas europeas - Invierno de 2016, European Economy, Institutional Paper n.º 20, 2016 (recuadro 1.4)].

[35] Los países notificados son aquellos cuyas tasas de crecimiento de los precios reales de la vivienda en el primer semestre de 2018 se sitúan al menos 2 puntos porcentuales por encima o por debajo de la tasa de crecimiento anual en 2017.

endeudamiento de los hogares. Los Países Bajos se caracterizan por la presencia de un nivel muy alto de endeudamiento. El crecimiento del volumen de préstamos hipotecarios en 2017 fue particularmente rápido (superior al 5 % con respecto al año anterior) en Austria, Bélgica, Bulgaria, Chequia, Estonia, Francia, Lituania, Luxemburgo, Malta, Polonia, Rumanía y Eslovaquia.

Gráfico 17: Variaciones de los precios de la vivienda y brechas de valoración en 2017

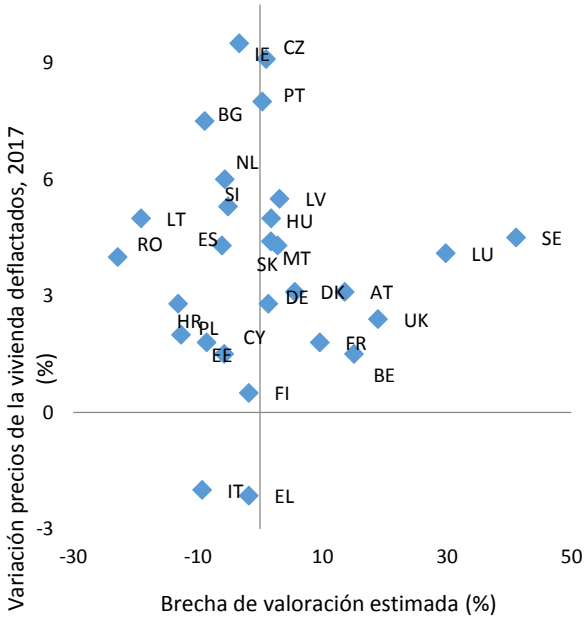
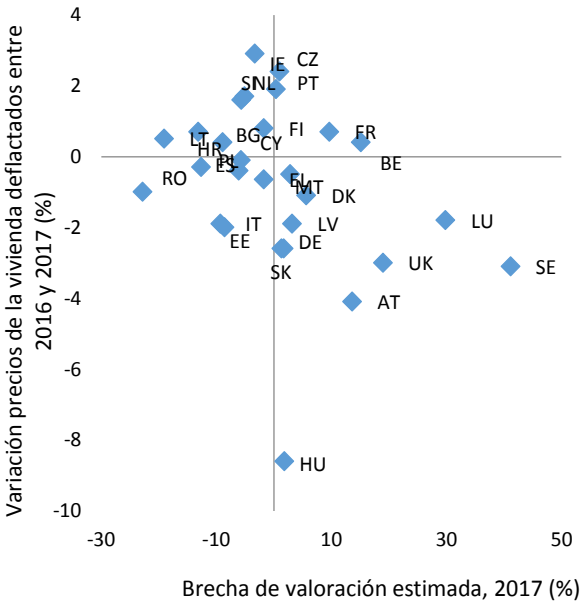


Gráfico 18: Brechas de valoración y variaciones del crecimiento de los precios entre 2016 y 2017

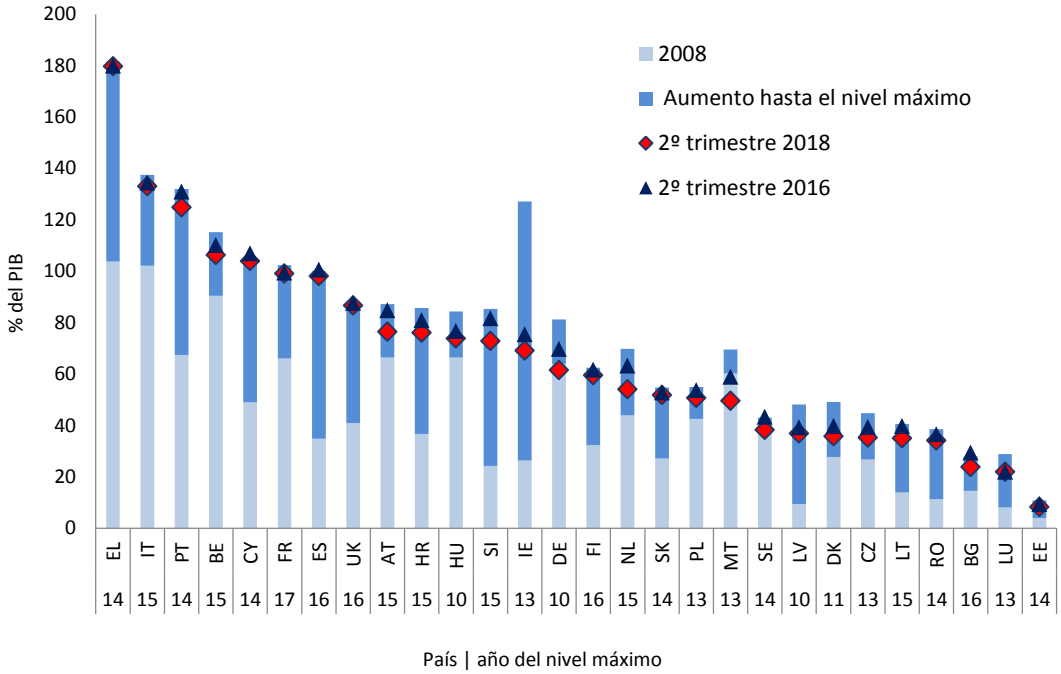


Fuente: Eurostat y cálculos de los servicios de la Comisión.
Nota: La brecha de sobrevaloración se estimó como media de tres variables: las desviaciones de las ratios precios/ingresos y precios/rentas respecto de sus medias a largo plazo y los resultados de un modelo de brechas de valoración basado en los indicadores fundamentales; véase la nota 34.

Las ratios de deuda pública han dejado de aumentar en la UE, pero los niveles de deuda se mantienen elevados en muchos países. En 2017, los valores del cuadro de indicadores superaron el umbral en quince Estados miembros. Bélgica, Grecia, Italia y Portugal presentan niveles de deuda superiores al 100 % del PIB e Italia experimentó un incremento significativo de sus costes de financiación en 2018. En el caso de ocho países (Bélgica, Chipre, Finlandia, Francia, Irlanda, Portugal, España y el Reino Unido), una deuda pública superior al 60 % del PIB va asociada a una deuda privada por encima de los umbrales respectivos. Las ratios deuda/PIB han iniciado en general una trayectoria descendente (gráfico 19). No obstante, en los países con altos niveles de deuda pública, el desapalancamiento ha empezado solo recientemente y avanza con lentitud. Entre todos los países de la UE, se prevé que las ratios de deuda aumenten únicamente en Lituania y Rumanía en 2019. En general, el desapalancamiento del sector público está teniendo lugar en el contexto de la mejora

progresiva de las situaciones presupuestarias durante los últimos años, el crecimiento continuado del PIB nominal y la disminución de los pagos de intereses. Sin embargo, se espera que en un número cada vez mayor de países se produzca una relajación procíclica de la política fiscal, posiblemente en detrimento del margen disponible en el futuro para amortiguar los choques de producción negativos.

Gráfico 19: Deuda pública



Fuente: Eurostat

Recuadro 3: **Evolución del empleo y de la situación social**

Los mercados de trabajo de la UE siguieron mejorando durante 2017 y el primer semestre de 2018, con menores disparidades entre los distintos países de la UE a partir de unos niveles elevados. El empleo ha seguido aumentando y el número de personas empleadas en el conjunto de la UE ha alcanzado un nuevo máximo. El desempleo ha disminuido en todos los países de la UE, aunque sigue siendo elevado en algunos de ellos. La recuperación ha contribuido al descenso de algunos indicadores de pobreza, aunque la situación social sigue siendo preocupante en algunos Estados miembros. Desde 2008, el riesgo de pobreza relativa ha aumentado en la UE, pero la privación material grave se ha reducido, en particular en los Estados miembros de Europa Oriental con un alto nivel inicial.

En 2017, la *tasa de desempleo* disminuyó en todos los Estados miembros. Las mejoras fueron más marcadas en los países con algunos de los mayores niveles de desempleo (reducciones de 2 puntos porcentuales o más en Croacia, Grecia, Portugal y España). Sin embargo, siete Estados miembros (Grecia, España, Croacia, Chipre, Italia, Portugal y Francia) han superado el umbral del indicador del cuadro de indicadores del PDM de un 10 % de promedio a lo largo de los últimos tres años. En 2017, las tasas de desempleo fueron aún superiores a las de 2008 en alrededor de dos tercios de los Estados miembros. En el conjunto de la UE y en la zona del euro, las tasas de desempleo se situaron aproximadamente 3 puntos porcentuales por debajo de los picos alcanzados en 2013, aunque siguen siendo 0,5 y 1,5 puntos porcentuales más altas que en 2008. En el primer semestre de 2018, las tasas de desempleo han seguido bajando de forma constante, hasta el 6,9 % y el 8,3 % en el segundo trimestre de 2018 en la UE y la zona del euro, respectivamente.

Las *tasas de empleo* aumentaron en casi todos los Estados miembros, prosiguiendo la positiva evolución de los últimos años. La tasa de empleo (personas de edad comprendida entre 20 y 64 años) alcanzó el 72,1 % en 2017 para la UE en su conjunto, muy por encima del máximo alcanzado antes de la crisis (70,3 % en 2008). La tasa de empleo siguió aumentando en el segundo trimestre de 2018 hasta alcanzar un máximo del 73,2 %.

Las *tasas de actividad* siguieron aumentando en casi todos los países de la UE. Solo en tres países han retrocedido durante los tres últimos años: España (-0,3 puntos porcentuales), Chipre (-0,4) y Luxemburgo (-0,6). En los tres casos, la disminución supera el umbral del cuadro de indicadores (0,2). A nivel agregado, en 2017 las tasas de actividad de la UE y de la zona del euro se situaron en el 73,3 % y el 73,1 %, respectivamente, esto es, 2,5 puntos porcentuales y 2 puntos porcentuales por encima de los niveles alcanzados, respectivamente, en 2008. Esa tendencia al alza se ha debido principalmente al aumento de la participación en el mercado laboral de los trabajadores de más edad y de las mujeres.

El desempleo juvenil y el desempleo de larga duración siguen siendo elevados en varios países de la UE, pero han mejorado con más fuerza que el resto del mercado de trabajo. *El desempleo de larga duración* disminuyó en todos los Estados miembros en 2017. Únicamente dos países registraron tasas superiores a las de tres años antes: en Austria, el desempleo de larga duración se situó en el 1,8 % (0,3 puntos porcentuales más que en 2014), mientras que en Finlandia se situó en el 2,1 % (un aumento de 0,2 puntos porcentuales desde 2014). Ninguno de estos aumentos superó el umbral del cuadro de indicadores (0,5 puntos porcentuales). Las tasas más elevadas de desempleo de larga duración se registraron en Grecia (15,6 %), España (7,7 %), Italia (6,5 %) y Eslovaquia (5,1 %). La *tasa de desempleo juvenil* se redujo en todos los países de la UE en los tres años anteriores a 2017. Se registraron caídas de 10 puntos porcentuales o más durante el mismo período en Bulgaria, Croacia, Chipre, Portugal, Eslovaquia y España. No obstante, la tasa de desempleo juvenil sigue siendo

superior al 30 % en Grecia, Italia y España, mientras que la proporción de jóvenes que ni trabajan, ni estudian ni reciben formación sigue siendo superior al 15 % en Croacia, Chipre, Grecia, Italia y Rumanía.

Pese a su mejora, la situación social aún suscita preocupación en varios países de la UE según indican las medidas estándar de pobreza y privación. El porcentaje de personas en riesgo de pobreza o exclusión social (AROPE) ha disminuido en la UE en un punto porcentual, hasta el 22,5 %, de 2016 a 2017[36]. Es un punto porcentual por debajo de la tasa observada al inicio de la crisis y alrededor de dos puntos porcentuales por debajo del máximo observado en 2013. La mayoría de los países registraron disminuciones en 2017. Se registraron aumentos en Austria, Dinamarca, Luxemburgo y los Países Bajos, aunque a partir de niveles comparativamente bajos. El nivel de la tasa AROPE varió considerablemente, desde un 38,9 % en Bulgaria, seguida de las de Rumanía, Grecia y Lituania, hasta en torno al 12 % en Chequia y, tras ella, Eslovaquia, Finlandia y los Países Bajos. Esta evolución general de la pobreza y la exclusión social refleja las distintas trayectorias de sus diversos componentes. El porcentaje de personas en riesgo de pobreza se ha incrementado en algunos Estados miembros, mientras que se ha reducido en otros en los últimos años: los mayores aumentos durante un período de tres años se registraron en Lituania (3,8 puntos porcentuales) y Luxemburgo (2,3), mientras que en Grecia (1,9) y Polonia (2,0) se registró una reducción significativa. En cambio, la privación material grave ha disminuido en un período de tres años (y también en 2017) en la mayoría de los Estados miembros de la UE; disminuyó más de 5 puntos porcentuales en un periodo de tres años en Hungría, Letonia, Malta y Rumanía. Por último, aunque, gracias a la recuperación, la proporción de personas (con edad inferior a 60 años) que viven en hogares de intensidad laboral muy baja se ha reducido en la mayoría de los países, esa proporción aumentó en Finlandia y Lituania en los tres años hasta 2017; y la pobreza de las personas con empleo se estabilizó en un máximo del 9,6 % en el conjunto de la UE en los dos últimos años.

[36] El indicador de personas *en riesgo de pobreza o exclusión social (AROPE)* corresponde a la proporción de personas vulnerables en función de, al menos, uno de tres indicadores sociales: 1) *En riesgo de pobreza (AROP)*, que mide la pobreza monetaria en relación con la distribución nacional de ingresos y es el porcentaje de personas con una renta disponible (ajustada en función de la composición del hogar) inferior al 60 % de la mediana nacional; 2) *Privación material grave (SMD)*, que incluye indicadores que tienen que ver con la falta de recursos, y representa el porcentaje de personas que sufren al menos 4 de los 9 elementos de privación, basados en la incapacidad de afrontar determinados tipos de gastos; 3) *Personas que viven en un hogar con muy baja intensidad laboral* son aquellas de entre 0 y 59 años de edad que viven en un hogar en el que los adultos (18-59 años) han trabajado menos del 20 % de su potencial de trabajo total durante el último año. El período de referencia de los ingresos para los datos subyacentes a estas medidas es un período fijo de 12 meses, como el año natural o el ejercicio fiscal anterior al que se refieren los datos, en el caso de todos los países, excepto el Reino Unido, donde el período de referencia de los ingresos es el año en curso, e Irlanda, donde la encuesta es continua y se recogen datos sobre los ingresos relativos a los últimos doce meses. En el momento de redactar el presente documento, los datos de 2017 están disponibles para todos los países, con excepción de Irlanda y el Reino Unido.

3. RESUMEN DE LOS PRINCIPALES RETOS EN LOS DIFERENTES ESTADOS MIEMBROS E IMPLICACIONES PARA LA SUPERVISIÓN

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

- Varios Estados miembros se ven afectados principalmente por *vulnerabilidades en términos de stock múltiples e interconectadas*. Este es normalmente el caso de los países afectados por ciclos crediticios con fluctuaciones extremas, asociadas a reversiones de los saldos de las balanzas por cuenta corriente que también han tenido implicaciones para el sector bancario y la deuda pública.
    - En el caso de Chipre y Grecia, los elevados volúmenes de deuda y las posiciones de inversión internacional neta ampliamente negativas van acompañadas de retos pendientes para el sector financiero. Estos países siguen afrontando el problema de satisfacer necesidades de desapalancamiento significativas en un contexto caracterizado por un margen presupuestario limitado, altos, aunque decrecientes, niveles de desempleo y un modesto crecimiento potencial.
    - En Croacia, Irlanda, Portugal y España, las vulnerabilidades derivadas de problemas heredados también son significativas, múltiples e interconectadas. En Bulgaria, el elevado endeudamiento de las empresas se combina con problemas persistentes en el sector financiero. En esos países, los desequilibrios de stocks están retrocediendo gracias a los efectos de la expansión económica, asociados en algunos casos a la reaparición de presiones de costes que se manifiestan en los precios de la vivienda (especialmente en Irlanda, y, cada vez más, en Portugal), así como en un estancamiento de la mejora de la competitividad de costes (se ha registrado un fuerte incremento de los CLU en particular en Bulgaria).
- En unos cuantos Estados miembros, las vulnerabilidades están relacionadas principalmente con los *grandes volúmenes de deuda de las administraciones públicas* y con inquietudes en cuanto al *crecimiento potencial de la producción* y la *competitividad*. Es lo que ocurre en particular en Italia, donde las vulnerabilidades están también vinculadas al sector bancario y al gran volumen de préstamos no productivos, que, no obstante, ha empezado a disminuir recientemente. Bélgica y Francia han de hacer frente igualmente a problemas relacionados con la elevada deuda de las administraciones públicas y el crecimiento potencial, también en un contexto de competitividad reducida, pero no se ven confrontados a riesgos potenciales similares para la deuda pública derivados de la vulnerabilidad de los bancos. En Francia, el volumen de deuda de las empresas, comparativamente elevado, está aumentando. En Bélgica, un nivel relativamente elevado de deuda de los hogares se asocia a una posible sobrevaloración de los precios de la vivienda.
- Algunos Estados miembros se caracterizan por *superávits por cuenta corriente amplios y persistentes*, que también reflejan en distinta medida la atonía del consumo privado y la inversión, por encima de lo que justificarían los indicadores fundamentales. Este es el caso, en particular, de Alemania y los Países Bajos. En el caso de Alemania, esta situación se combina

con un desapalancamiento en todos los sectores de la economía, aunque los niveles de deuda pública no son comparativamente elevados. En los Países Bajos, un gran superávit va acompañado de un elevado nivel de deuda de los hogares y un fuerte crecimiento de los precios de la vivienda. Estos superávits amplios y persistentes pueden implicar pérdidas de oportunidades de crecimiento y de inversión a nivel interno, con consecuencias para el resto de la zona del euro en un contexto de inflación aún por debajo del objetivo y un marco externo que cada vez es más incierto y que podría resultar menos favorable.

- En algunos Estados miembros, *la evolución de las variables de precios y costes muestran posibles indicios de recalentamiento, particularmente en lo que se refiere al mercado de la vivienda o al mercado de trabajo*.
    - En Suecia y, en menor medida, en Austria, Dinamarca, Luxemburgo, los Países Bajos y el Reino Unido, el aumento sostenido de los precios de la vivienda se ha producido en un contexto de posibles brechas de sobrevaloración y de niveles significativos de deuda de los hogares, pero los datos recientes apuntan a desaceleraciones de los precios de la vivienda. En varios países, el fuerte aumento de los precios de la vivienda va acompañado de indicios menos concluyentes de sobrevaloración y unos niveles contenidos de deuda de los hogares (por ejemplo, en Chequia, Hungría y Letonia).
    - En Chequia, Estonia, Hungría, Letonia, Lituania y Rumanía, los CLU siguen aumentando a un ritmo relativamente rápido, mientras que la competitividad de precios está disminuyendo. En el caso de Rumanía, se registra una aceleración de los CLU en un contexto de políticas fiscales procíclicas que podrían exacerbar las posibles presiones de recalentamiento.

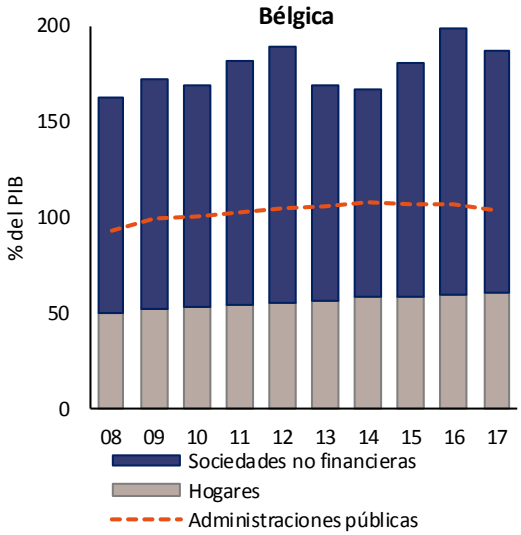
Los próximos exámenes exhaustivos contribuirán a profundizar en el análisis de esos retos y a evaluar las necesidades políticas.

De forma general, está justificada la realización de exámenes exhaustivos relativos a 13 Estados miembros: Alemania, Bulgaria, Chipre, Croacia, Eslovenia, España, Francia, Grecia, Irlanda, Italia, los Países Bajos, Portugal, Rumanía y Suecia. Once de ellos fueron objeto de un examen exhaustivo en el anterior ciclo anual de aplicación del PDM. Según la práctica establecida, se preparará un nuevo examen exhaustivo para evaluar si los desequilibrios detectados se están agravando o se están corrigiendo, con el fin de actualizar la evaluación existente. Los Estados miembros en cuestión son Bulgaria, Croacia, Chipre, Francia, Alemania, Irlanda, Italia, los Países Bajos, Portugal, España y Suecia. También se elaborará un examen exhaustivo relativo a Grecia, a fin de evaluar los posibles desequilibrios derivados de una serie de fuentes, en particular las vulnerabilidades en términos de stock. Grecia estaba anteriormente excluida de la supervisión del PDM por estar sujeta a un programa de ajuste macroeconómico en el contexto de la ayuda financiera hasta agosto de 2018. La evaluación del IMA no indica riesgos significativos adicionales a los detectados en los últimos exámenes exhaustivos disponibles para una serie de Estados miembros que dejaron de estar sometidos a la supervisión del PDM en los últimos años (Eslovenia en 2018, Finlandia en 2017, Bélgica y Hungría en 2016) o que fueron objeto de exámenes exhaustivos en los que no se detectaron desequilibrios (Austria y Estonia en 2016). En cambio, parece justificado realizar un examen exhaustivo relativo a Rumanía, a fin de evaluar la evolución y la posible reaparición de situaciones de riesgo ya detectadas en exámenes exhaustivos anteriores, especialmente en relación con la competitividad y el saldo exterior.

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

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

Gráfico A1: ***Deuda en los diferentes sectores de la economía***



Fuente: Eurostat

La sostenibilidad de la balanza de pagos se sustenta en una mejora de la balanza por cuenta corriente y en una posición de inversión internacional neta favorable. Tras algunos años de moderación salarial, aunque ha aumentado el crecimiento de los costes laborales unitarios, sigue siendo limitado. En 2017 se registró una disminución limitada de la cuota de mercado de las exportaciones. La deuda privada es relativamente alta, especialmente en el caso de las sociedades no financieras, aunque la generalización de los préstamos transfronterizos intragrupo infla las cifras de deuda. Los riesgos relacionados con el endeudamiento de los hogares tienen su origen fundamentalmente en el mercado de la vivienda en el que, si bien el crecimiento de los precios reales ha sido moderado en los últimos años, no se ha corregido el rápido incremento previo al año 2008. La deuda pública se ha estabilizado y ha descendido ligeramente en comparación con el máximo alcanzado en 2014. Sin embargo, su elevado nivel sigue representando un grave problema para la sostenibilidad a largo plazo de las finanzas públicas. Ha mejorado la situación del mercado laboral pues el paro sigue bajando, en particular el juvenil y de larga duración. La tasa de actividad sigue siendo baja en relación con la de otros países de la UE, lo que contrasta con la elevada y creciente tasa de puestos vacantes.

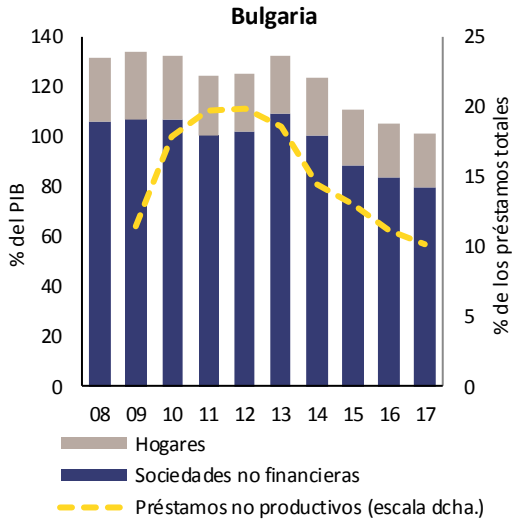
En general, la lectura económica pone de relieve problemas relacionados principalmente con la deuda pública, pero también con la privada, aunque parece que los riesgos son limitados. En conclusión, la Comisión no procederá por el momento a un análisis más exhaustivo en el contexto del PDM.

Bulgaria*:* En marzo de 2018, se constató que Bulgaria experimentaba *desequilibrios* relacionados en particular con las vulnerabilidades del sector financiero, que iban acompañados de un elevado nivel de endeudamiento y préstamos no productivos en el sector empresarial. En el cuadro de indicadores actualizado, tres indicadores rebasan los umbrales indicativos, a saber: la posición de inversión internacional neta (PIIN), el crecimiento de los costes laborales unitarios nominales y el aumento de los precios reales de la vivienda.

El superávit de la balanza por cuenta corriente siguió aumentando en 2017, mientras que la PIIN negativa refleja esencialmente que la IED se ha incrementado aún más. Aunque el crecimiento de los

costes laborales unitarios se aceleró notablemente en 2017, el tipo de cambio efectivo real se mantuvo prácticamente estable y se registraron ciertos incrementos de las cuotas de mercado de las exportaciones. La elevada deuda de las empresas sigue siendo motivo de preocupación, aunque la ratio de deuda ha disminuido gradualmente en los últimos años, en parte debido al fuerte crecimiento del PIB nominal. Los flujos de crédito se están recuperando de nuevo, lo cual ralentizará el proceso de desapalancamiento, pero también podría fomentar un aumento de la inversión privada y un mayor potencial de crecimiento. Además, la ratio de préstamos no productivos, aunque está disminuyendo, sigue siendo elevada, especialmente en el sector empresarial. Aunque se ha avanzado en la mejora de la supervisión del sector financiero a raíz de la revisión de la calidad de los activos de 2016, algunas vulnerabilidades aún merecen que se les preste atención, incluidas las operaciones con partes vinculadas y las exposiciones frente a activos de difícil valoración. Los precios reales de la vivienda han aumentado rápidamente, y la construcción y el crédito hipotecario también se han recuperado. Aunque todavía no hay signos de sobrevaloración en esta fase, la dinámica actual del mercado de la vivienda justifica que se le preste especial atención. En este contexto de evolución cíclica positiva, el desempleo ha seguido disminuyendo, especialmente entre los jóvenes y los desempleados de larga duración, y se ha registrado una mejora de las tasas de actividad.

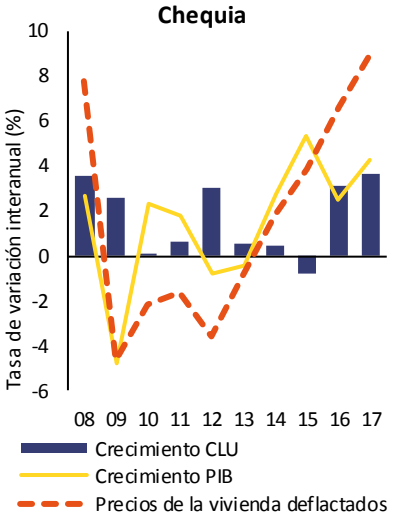
Gráfico A2: ***Deuda privada y préstamos no productivos***



Fuente: Eurostat y BCE

En términos generales, la lectura económica pone de relieve problemas relacionados con las vulnerabilidades que persisten en el sector financiero y la deuda de las empresas. En conclusión, la Comisión, teniendo en cuenta particularmente el desequilibrio detectado en marzo de 2018, considera conveniente examinar más a fondo la persistencia de los desequilibrios o su corrección.

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



Fuente: Servicios de la Comisión

Chequia: En el anterior ciclo del PDM, *no se detectaron desequilibrios macroeconómicos* en Chequia. En el cuadro de indicadores actualizado, algunos indicadores se sitúan por encima de los umbrales indicativos, a saber: el crecimiento de los precios reales de la vivienda y el pasivo total del sector financiero.

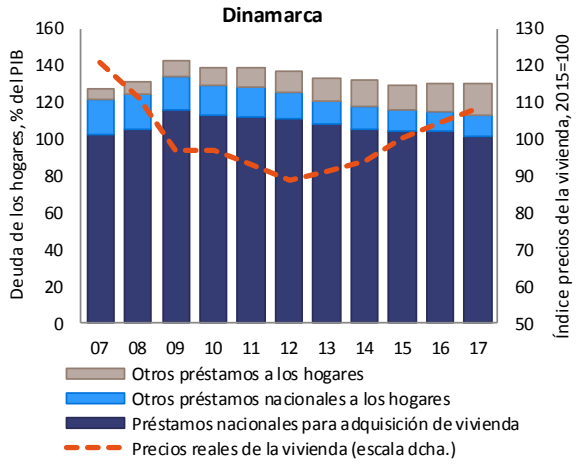
La balanza por cuenta corriente ha seguido una tendencia favorable y registró un ligero superávit en 2017. Al final del compromiso en materia de tipo de cambio en abril de 2017 le siguió una apreciación del tipo de cambio efectivo real, mientras que la posición de inversión internacional neta se ha seguido reforzando, aunque a un ritmo más lento que en años anteriores. Los costes laborales unitarios nominales

han aumentado como consecuencia de las notables subidas salariales y se espera que se aceleren en el contexto de la pronunciada escasez de mano de obra. A pesar de la apreciación del tipo de cambio efectivo real, aún se han registrado algunos aumentos de las cuotas de mercado de las exportaciones en los últimos años. Se ha seguido acelerando el crecimiento de los precios de la vivienda y el crédito hipotecario, por lo que requieren un seguimiento estrecho. Sin embargo, la deuda del sector privado es moderada, incluida la deuda de los hogares, que se mantiene estable. La deuda pública es baja y sigue reduciéndose merced al superávit presupuestario de las administraciones públicas. El incremento de los pasivos del sector financiero se aceleró significativamente en 2017 hasta situarse por encima del umbral indicativo. Ello se debió principalmente a la adquisición de depósitos denominados en CZK por parte de no residentes antes de que finalizase el compromiso en materia de tipo de cambio. La tasa de desempleo siguió disminuyendo y el mercado de trabajo presenta un gran tensionamiento.

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

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

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



Fuente: Eurostat y BCE

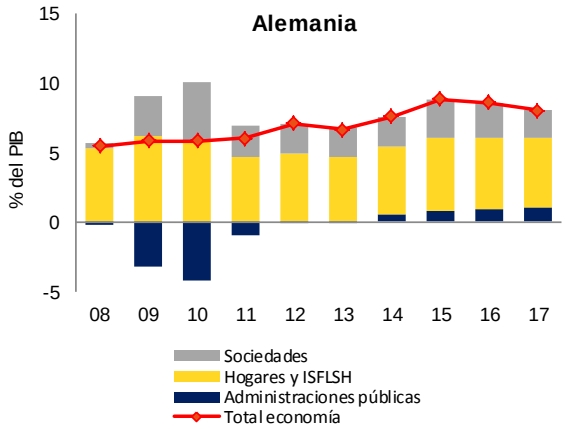
La balanza por cuenta corriente continúa arrojando superávits significativos. Los superávits consecutivos han llevado a una posición de inversión internacional neta ampliamente positiva, lo que genera rentas netas positivas y refuerza el superávit de la balanza por cuenta corriente. El crecimiento de los costes laborales unitarios es limitado, a pesar de que un mercado laboral más tenso ejerce presión sobre los salarios y la dinámica de la productividad es contenida. En términos generales, el crecimiento de la cuota de mercado de las exportaciones es plano. Aunque los precios de la vivienda se ralentizan a escala nacional, siguen creciendo a mayor ritmo en las principales zonas metropolitanas. Esta evolución requiere que se le preste especial atención. La deuda de los hogares sigue siendo la más elevada de la UE en porcentaje del PIB y se está reduciendo lentamente en un contexto de moderada expansión crediticia. Los hogares han seguido aumentando su nivel de ahorro, lo que refleja los esfuerzos realizados para reducir la deuda, y se han introducido medidas de política macroprudencial para restringir la toma de préstamos en condiciones de riesgo. Por otro lado, el endeudamiento de las empresas sigue siendo moderado. El mercado de trabajo sigue mejorando, el crecimiento del empleo es sólido y se generaliza la escasez de mano de obra.

En general, la lectura económica pone de relieve problemas relacionados con la balanza por cuenta corriente, la deuda privada y el sector de la vivienda, pero los riesgos parecen limitados. En

conclusión, la Comisión no procederá por el momento a un análisis más exhaustivo en el contexto del PDM.

Alemania: En marzo de 2018, la Comisión concluyó que Alemania estaba experimentando *desequilibrios macroeconómicos*, relacionados en particular con sus elevados superávits por cuenta corriente, que reflejan la atonía de la inversión en relación con el ahorro, tanto en el sector privado como en el público. En el cuadro de indicadores actualizado, algunos indicadores se mantienen por encima del umbral indicativo, a saber: el saldo de la balanza por cuenta corriente y la deuda pública.

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



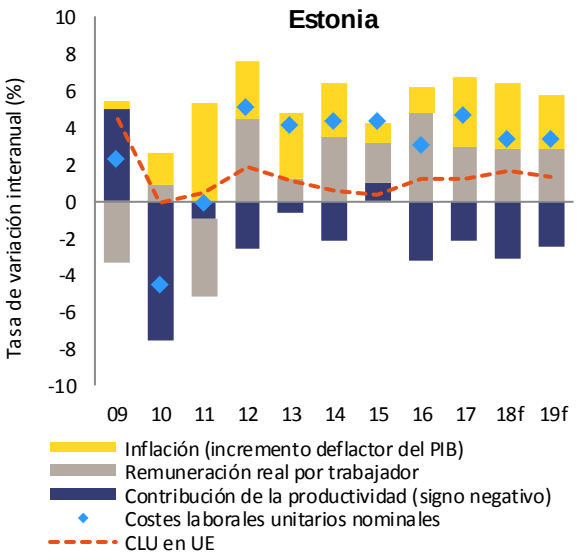
Fuente: Servicios de la Comisión

La balanza por cuenta corriente sigue arrojando amplios superávits, aunque se redujeron ligeramente en 2017 sobre una base anual. Habida cuenta de la continua expansión de la demanda interna, se espera que el superávit por cuenta corriente siga disminuyendo, aunque manteniéndose en un nivel elevado, y que provoque nuevos aumentos de la posición de inversión internacional neta. El crecimiento de los costes laborales unitarios sigue siendo moderado. Aunque el crecimiento de las exportaciones se aceleró en 2017, se produjo una ligera disminución de las cuotas de mercado de las exportaciones. El proceso de desapalancamiento del sector privado continúa a pesar del bajo nivel de deuda de este sector. Al mismo tiempo, la inversión de las empresas es cada vez mayor en relación con el PIB. La inversión en vivienda continúa creciendo, aunque sigue a la zaga de las necesidades en las zonas metropolitanas. El crecimiento de los precios reales de la vivienda y los costes de construcción han aumentado y merecen que se les preste atención, también con respecto a las diferencias regionales en los precios y la disponibilidad de vivienda. La expansión del crédito se va potenciando gradualmente. La tasa de ahorro de los hogares se mantiene en un nivel elevado a pesar del moderado crecimiento salarial y un consumo privado robusto, lo que es reflejo del incremento de los flujos de entrada de rentas distribuidas de las empresas. La deuda pública siguió disminuyendo y se espera que en 2019 caiga por debajo del umbral del 60 % del PIB, mientras que se mantiene el considerable retraso en materia de inversión pública. El desempleo global, así como el desempleo juvenil y de larga duración, han seguido disminuyendo y se mantienen a un nivel muy bajo.

En general, la lectura económica pone de relieve problemas relacionados con la persistencia de superávit de ahorro sobre la inversión, lo que se refleja en un elevado superávit de la balanza por cuenta corriente, que solo va descendiendo gradualmente, y subraya la necesidad de proseguir el reajuste. En conclusión, la Comisión, teniendo en cuenta particularmente el desequilibrio detectado en marzo de 2018, considera conveniente examinar más a fondo la persistencia de los desequilibrios o su corrección.

Estonia: En el anterior ciclo del PDM, *no se detectaron desequilibrios macroeconómicos* en Estonia. En el cuadro de indicadores actualizado, el crecimiento de los costes laborales unitarios rebasa su umbral indicativo.

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



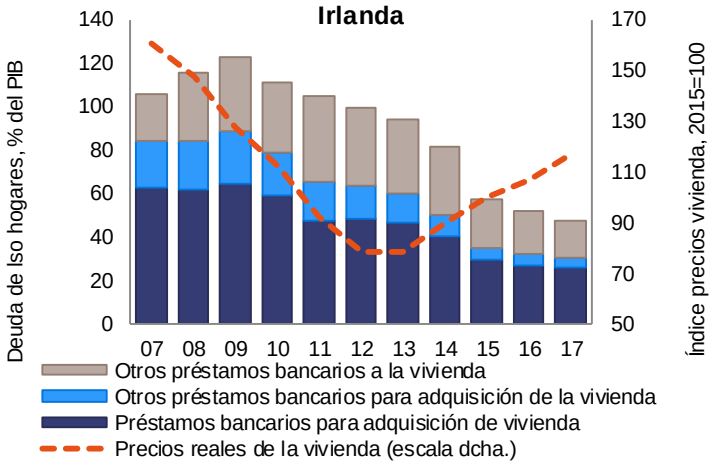
Fuente: Servicios de la Comisión

El superávit de la balanza por cuenta corriente se incrementó aún más en 2017 y la posición de inversión internacional neta mejoró hasta situarse por debajo del umbral. Los costes laborales unitarios nominales siguen creciendo a un ritmo elevado, lo que refleja la inflación y el fuerte aumento de los salarios. La dinámica de la productividad ha sido moderada, lo que ha influido en los indicadores de la competitividad de costes. El tipo de cambio efectivo real ha seguido apreciándose, mientras que las cuotas de mercado de las exportaciones se han mantenido estables. El crecimiento de los precios reales de la vivienda se ha mostrado dinámico en los últimos años, pero se ralentizó hasta niveles moderados en 2017. El desapalancamiento del sector privado ha sido constante, mientras que el nivel de deuda pública es muy bajo. El mercado laboral se hace cada vez más tenso pero la inmigración ha paliado la escasez de mano de obra en cierta medida.

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

Irlanda: En marzo de 2018, la Comisión llegó a la conclusión de que Irlanda estaba experimentando *desequilibrios macroeconómicos*, relacionados en particular con vulnerabilidades derivadas del gran volumen de deuda pública y privada y de pasivos exteriores netos. En el cuadro de indicadores actualizado, algunos indicadores rebasan el umbral indicativo, a saber: la posición de inversión internacional neta (PIIN), el tipo de cambio efectivo real (TCER), la deuda privada, la deuda pública y la evolución anual de los precios reales de la vivienda.

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



Fuente: Eurostat, servicios de la Comisión y BCE

La posición de la balanza por cuenta corriente registró un amplio superávit en 2017, frente a un déficit sustancial en 2016 y superávits los años anteriores. La volatilidad de las importaciones de propiedad intelectual y de fabricación por contrato contribuyeron a estas oscilaciones registradas en la balanza por cuenta corriente en los últimos años[37]. La PIIN ha seguido mejorando, pero sigue siendo muy negativa, en gran parte debido a las actividades de las empresas multinacionales, con una incidencia escasa en la economía nacional. El fuerte crecimiento de la productividad, inflado también por las operaciones de las multinacionales, ha contribuido en los últimos años a la mejora de la competitividad. La deuda del sector privado sigue siendo muy elevada, pese a que ha seguido disminuyendo. Los hogares han continuado el proceso de reducción de su deuda y los bancos irlandeses han reducido sus exposiciones frente a las empresas nacionales, lo que sugiere que las empresas continúan con su proceso de desapalancamiento. La situación de las sociedades no financieras nacionales es más difícil de interpretar, dado el peso de las multinacionales en la deuda total de las empresas. El crecimiento de los precios de la vivienda ha sido muy dinámico desde 2014, principalmente como consecuencia de las limitaciones de la oferta, y requiere un seguimiento estrecho. Gracias al fuerte crecimiento económico, está disminuyendo la ratio de deuda pública / PIB, aunque sigue siendo elevada. La ratio de préstamos no productivos, que ha venido disminuyendo en los últimos años, sigue siendo elevada. Aunque los bancos están bien capitalizados, han disminuido sus niveles de provisiones. Su rentabilidad, aunque sigue siendo moderada, está mejorando gradualmente. La tasa de desempleo cayó por debajo del umbral del PDM en 2017 y el desempleo juvenil y a largo plazo sigue disminuyendo.

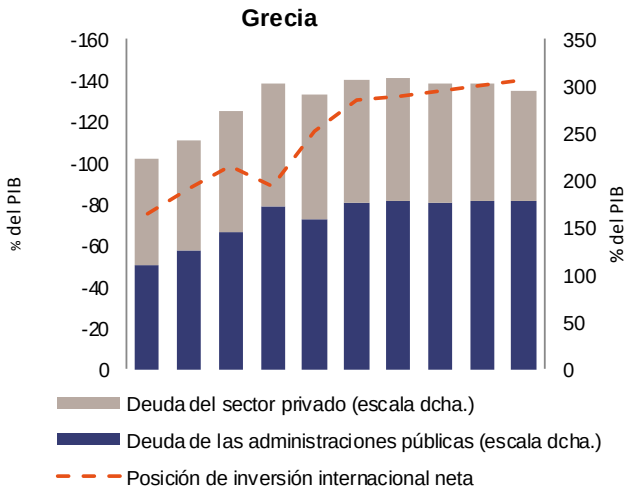
En general, la lectura económica pone de relieve problemas relacionados con la volatilidad de la posición exterior y el elevado nivel de deuda privada y pública, así como con el rápido crecimiento de los precios de la vivienda y el porcentaje relativamente elevado de préstamos no productivos. En conclusión, la Comisión, teniendo en cuenta particularmente los desequilibrios detectados en marzo de 2018, considera conveniente examinar más a fondo la persistencia de los desequilibrios o su corrección.

Grecia: Desde 2010 y hasta hace poco, Grecia ha sido beneficiaria de programas de ayuda financiera. Por consiguiente, la supervisión de los desequilibrios y las medidas correctoras se ha realizado en el marco de los programas, y no en el marco del PDM. Si bien, en los últimos años, Grecia ha adoptado medidas significativas para reducir sus desequilibrios de flujos y gestionar los riesgos correspondientes, se prevé que persistan los desequilibrios de stock heredados del pasado. Ello se refleja en el cuadro de indicadores actualizado, en el que algunos indicadores rebasan el umbral indicativo, a saber: la posición de inversión internacional neta (PIIN), las pérdidas de cuotas de mercado de las exportaciones, la deuda pública y la tasa de desempleo.

[37] La fabricación por contrato es un proceso por el cual las empresas multinacionales residentes suscriben contratos con empresas extranjeras para producir bienes en su nombre. Puesto que las sociedades residentes son las propietarias de esos bienes, sus ventas se registran como exportaciones del país residente aunque no se introduzcan en la economía nacional.

A pesar de que el sector privado tiene una PIIN positiva, la elevada proporción de deuda pública externa conduce a una PIIN significativamente negativa en términos generales. Aunque gran parte de la deuda pública externa se ha emitido en condiciones muy favorables, la sostenibilidad a largo plazo de la PIIN requerirá que se mantengan las recientes mejoras de la balanza por cuenta corriente en un entorno de crecimiento de la demanda interna. Aunque en los últimos cinco años se han observado pérdidas significativas en las cuotas de mercado de las exportaciones, la tendencia parece haberse invertido en 2017. A pesar de que la ratio deuda pública / PIB es muy elevada, se prevé que disminuya y su sostenibilidad queda reforzada por el acuerdo del Eurogrupo de junio de 2018. Los precios de la vivienda siguieron disminuyendo en términos reales en 2017 pero se han estabilizado a principios de 2018. El crecimiento del crédito sigue siendo negativo, al tiempo que prosigue el desapalancamiento de la deuda privada. El elevado volumen de créditos no productivos dificulta el restablecimiento de un flujo de crédito adecuado para la economía, que es necesario para lograr el crecimiento a medio plazo. El desempleo está disminuyendo, pero se mantiene elevado, particularmente el desempleo de larga duración y el desempleo juvenil.

Gráfico A8: ***PIIN, deuda privada y deuda de las administraciones públicas***



Fuente: Eurostat

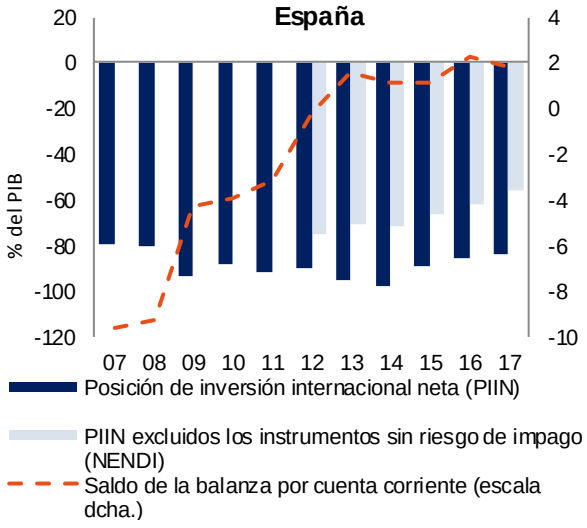
En general, la lectura económica pone de relieve problemas relacionados con la elevada deuda pública y exterior, el bajo nivel de ahorro y el gran volumen de préstamos no productivos, en un contexto de elevado desempleo, bajo crecimiento de la productividad y atonía de la actividad de inversión. Así pues, la Comisión considera oportuno proceder a un examen exhaustivo para analizar los riesgos subyacentes con vistas a determinar si existen o no desequilibrios.

España: En marzo de 2018, la Comisión concluyó que España estaba experimentando *desequilibrios macroeconómicos*, relacionados en particular con los elevados niveles de deuda interna y externa, tanto pública como privada, en un contexto de elevado desempleo. En el cuadro de indicadores actualizado, algunos indicadores rebasan los umbrales indicativos, a saber: la posición de inversión internacional neta (PIIN), las ratios de deuda pública y privada, la tasa de desempleo y el crecimiento de la tasa de actividad.

El proceso de reequilibrio externo ha continuado, aunque con relativa lentitud, y, aunque la PIIN ha mejorado, sigue siendo muy elevada. El aumento de los CLU nominales se ha mantenido estable en un contexto de crecimiento salarial contenido y bajo crecimiento de la productividad. El crecimiento del mercado de las exportaciones ha sido moderado en términos interanuales, a pesar de la ligera apreciación del tipo de cambio efectivo real en 2017. La deuda del sector privado siguió reduciéndose a lo largo de 2017, especialmente en el caso de las empresas, pero persiste la necesidad de desapalancamiento. Por otra parte, la actividad crediticia se ha reactivado, lo que contribuye a un repunte de la inversión. Por lo que respecta a los hogares, el aumento significativo de los créditos al

consumo supone un freno al ritmo de reducción de la deuda. Los precios de la vivienda se han recuperado en los últimos años en el contexto de infravaloración que prevalecía anteriormente. En los últimos años, el fuerte crecimiento económico ha sido el principal factor de la reducción del déficit de las administraciones públicas, pero los déficits persistentes implican que la ratio de deuda pública solo está disminuyendo con lentitud. Si bien el desempleo retrocede rápidamente, sigue siendo muy elevado, en particular entre los jóvenes. Al mismo tiempo, el escaso crecimiento de la productividad hace que las posibles mejoras de la competitividad dependan de ventajas de costes.

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

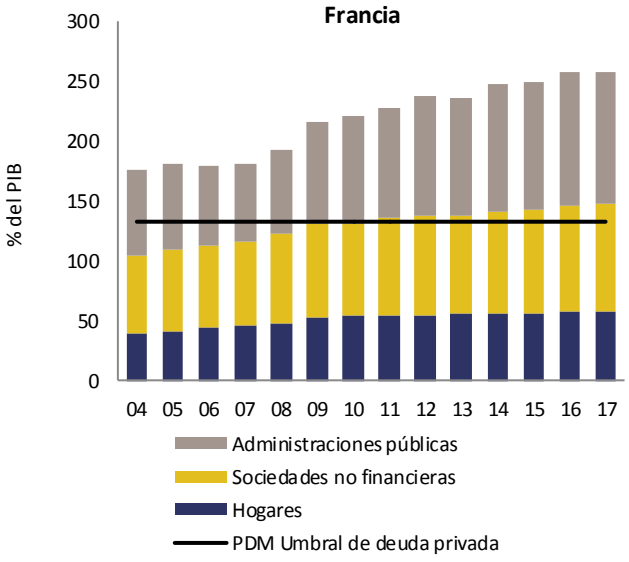


Fuente: Servicios de la Comisión

En general, la lectura económica pone de relieve problemas relacionados con la sostenibilidad externa, la deuda privada y la deuda pública y el ajuste del mercado laboral, en un contexto de crecimiento reducido de la productividad. Por ello, la Comisión considera conveniente, teniendo también en cuenta la detección de desequilibrios en marzo de 2018 y su incidencia transfronteriza, examinar más a fondo la persistencia de los desequilibrios o su corrección.

Francia: En marzo de 2018, la Comisión concluyó que Francia estaba experimentando *desequilibrios macroeconómicos*, relacionados en particular con una deuda pública elevada y una competitividad débil en un contexto de incremento reducido de la productividad. En el cuadro de indicadores actualizado, la deuda de los sectores público y privado y los indicadores de la tasa de desempleo se encuentran en el umbral indicativo o lo rebasan.

Gráfico A10: ***Deuda en los diferentes sectores de la economía***



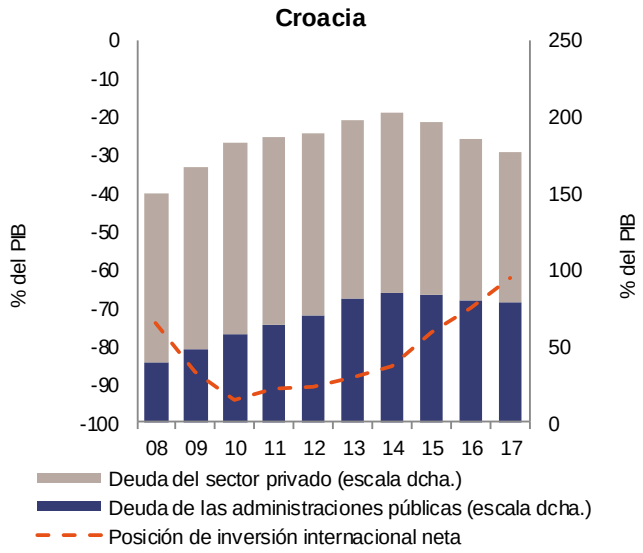
Fuente: Eurostat

El déficit de la balanza por cuenta corriente se mantuvo prácticamente estable en 2017, mientras que la posición de inversión internacional neta se deterioró. A pesar de un repunte en el crecimiento de las exportaciones, se registraron algunas pequeñas pérdidas en las cuotas de mercado de las exportaciones en 2017, mientras que el tipo de cambio efectivo real se estabilizó. Debido a la moderación de la evolución salarial, el crecimiento de los costes laborales unitarios fue contenido. No obstante, la dinámica de la productividad sigue caracterizándose por su atonía. Las vulnerabilidades provocadas por el alto y

creciente nivel de deuda pública siguen siendo una gran fuente de preocupación. La combinación de elevada deuda pública y privada constituye un factor de vulnerabilidad adicional. La deuda del sector privado es relativamente elevada, en particular en las sociedades no financieras, mientras que el crecimiento del crédito se está recuperando ligeramente. Los precios reales de la vivienda aumentaron de forma moderada. La situación del mercado de trabajo mejora, ya que el indicador de desempleo se mueve dentro del umbral.

En general, la lectura económica pone de relieve problemas relacionados con el elevado endeudamiento y la baja competitividad, en un contexto de incremento reducido de la productividad. En conclusión, la Comisión, teniendo en cuenta particularmente el desequilibrio detectado en marzo de 2018, considera conveniente examinar más a fondo la persistencia de los desequilibrios o su corrección.

Gráfico A11: ***PIIN, deuda privada y deuda de las administraciones públicas***



Fuente: Eurostat

Croacia: En marzo de 2018, la Comisión concluyó que Croacia estaba experimentando *desequilibrios macroeconómicos excesivos*, consecuencia de los elevados niveles de deuda pública, privada y externa (denominadas todas ellas en su mayoría en moneda extranjera), en un contexto de bajo crecimiento potencial. En el cuadro de indicadores actualizado, algunos indicadores rebasan el umbral indicativo, a saber: la posición de inversión internacional neta (PIIN), la deuda pública y la tasa de desempleo.

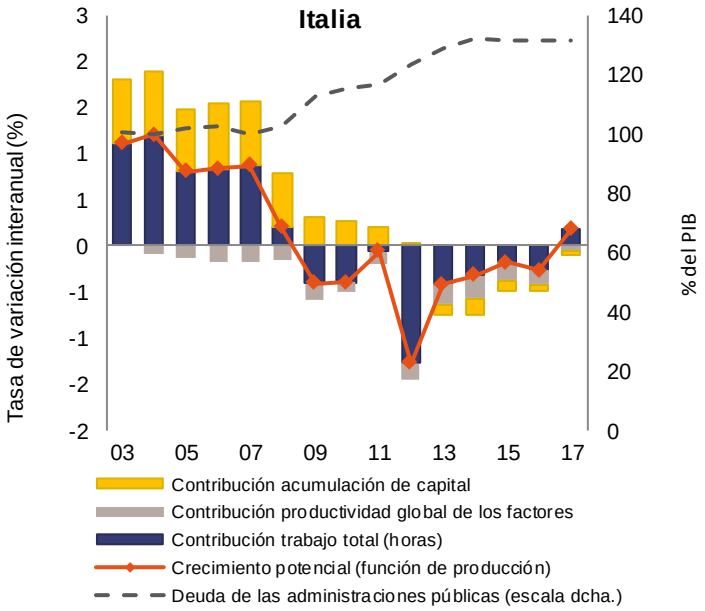
Sustentada en un superávit creciente de la balanza por cuenta corriente, se ha reforzado la PIIN negativa, que refleja en gran medida la IED, si bien se mantiene por encima del umbral y está expuesta a persistentes riesgos cambiarios. El crecimiento negativo de los CLU nominales apunta a nuevas mejoras de la competitividad de costes, aunque del TCER se ha mantenido estable. Como consecuencia de ello, en 2017, Croacia siguió ganando cuotas de mercado, aunque a un ritmo más lento que en años anteriores. La deuda del sector privado siguió disminuyendo a pesar de una recuperación de los flujos de crédito en 2017. La reducción de los préstamos no productivos en el sector bancario se ralentizó, y una gran proporción de préstamos a sociedades no financieras siguen siendo no productivos. La ratio de deuda pública siguió disminuyendo en 2017, especialmente por la mejora del saldo de las administraciones públicas. La tasa de desempleo siguió disminuyendo. No obstante, la participación en el mercado laboral sigue siendo muy baja y, combinada con la atonía de la evolución de la productividad, continúa siendo una rémora para el crecimiento potencial. Los riesgos asociados con el mayor empleador del país, Agrokor, disminuyeron a raíz de que sus acreedores aprobaron un plan de reestructuración de la deuda.

En general, la lectura económica pone de relieve los niveles de deuda aún elevados, aunque en fase de disminución, las exposiciones de riesgo cambiario en todos los sectores de la economía y la importancia de un mayor potencial de crecimiento para una corrección duradera. Así pues, la

Comisión considera oportuno, teniendo también en cuenta el desequilibrio excesivo detectado en marzo de 2018, examinar más a fondo la persistencia de riesgos macroeconómicos y supervisar los avances en la corrección de los desequilibrios excesivos.

Italia: En marzo de 2018, la Comisión concluyó que Italia estaba experimentando *desequilibrios macroeconómicos excesivos*, relacionados, en particular, con los riesgos derivados del altísimo nivel de deuda pública y la persistente atonía de la productividad en un contexto de alto volumen de préstamos no productivos y desempleo. En el cuadro de indicadores actualizado, dos son los indicadores que rebasan el umbral indicativo, a saber: la deuda pública y la tasa de desempleo.

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



Fuente: Servicios de la Comisión

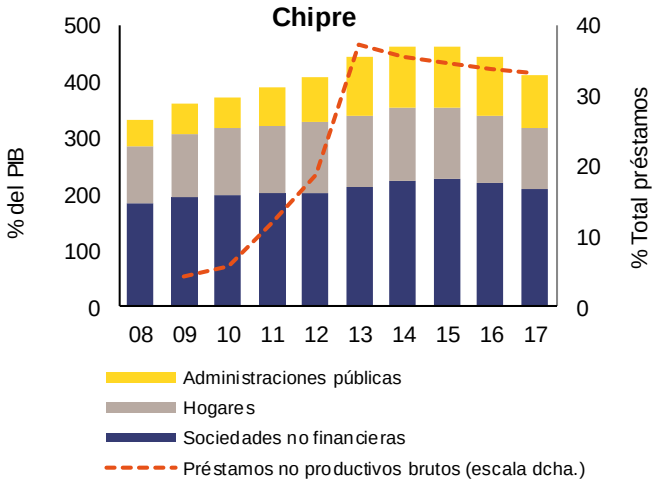
La posición exterior es relativamente sólida, con superávits de la balanza por cuenta corriente y una posición de inversión internacional neta que va mejorando. La ratio de deuda pública se estabilizó en un nivel muy elevado en 2017, pero los planes presupuestarios del Gobierno, más débiles que la recuperación prevista, y un incremento de los costes de endeudamiento dificultan una reducción de la ratio deuda / PIB de cara al futuro. Al mismo tiempo, el débil crecimiento de la productividad y la disminución de la población en edad laboral lastran el potencial de crecimiento de Italia. El escaso crecimiento de la productividad es consecuencia de deficiencias estructurales que vienen de antiguo, incluido un entorno empresarial menos favorable que el de países comparables, las rigideces de la financiación, la falta de trabajadores altamente cualificados y un bajo nivel de inversiones en activos inmateriales. En 2017 se avanzó en el saneamiento de los balances de los bancos y el sector bancario italiano volvió a ser rentable. No obstante, la situación sigue siendo vulnerable, en particular para los bancos medianos y pequeños, que mantienen grandes volúmenes de préstamos no productivos herencia del pasado y están más expuestos a los riesgos de la deuda soberana que los grandes bancos. Las condiciones del mercado de trabajo están mejorando gradualmente, pero la tasa de desempleo se mantiene elevada, muy por encima de los niveles alcanzados antes de la crisis, particularmente en el caso de los jóvenes y los desempleados de larga duración. La tasa global de participación en el mercado laboral está aumentando, pero se mantiene por debajo de la media de la zona del euro. Como consecuencia de la recuperación en curso, se ha detenido el deterioro de los desequilibrios macroeconómicos de Italia, aunque siguen siendo significativos y se están corrigiendo progresivamente. La ralentización del crecimiento del PIB real y el resurgimiento de tensiones en el mercado de deuda soberana podrían socavar los avances logrados hasta la fecha.

En general, la lectura económica pone de relieve problemas relacionados con el elevado nivel de la deuda pública en un contexto de mayor volatilidad de los mercados y una elevada tasa de desempleo. La dinámica de la productividad sigue siendo débil en un contexto de inquietud recurrente ante el

bucle de retroalimentación entre los bancos y la deuda soberana. Así pues, la Comisión considera oportuno, teniendo también en cuenta el desequilibrio excesivo detectado en marzo de 2018, examinar más a fondo la persistencia de riesgos macroeconómicos y supervisar los avances en la corrección de los desequilibrios excesivos.

Chipre: En marzo de 2018, la Comisión concluyó que Chipre estaba experimentando *desequilibrios macroeconómicos excesivos*, relacionados en particular con los altos niveles de deuda privada, pública y exterior y el elevado volumen de préstamos no productivos en el sistema bancario. En el cuadro de indicadores actualizado, algunos indicadores rebasaron el umbral indicativo en 2017, a saber: la balanza por cuenta corriente, la posición de inversión internacional neta (PIIN), el tipo de cambio efectivo real (TCER), la deuda del sector privado y la deuda pública, la tasa de desempleo y la variación de la tasa de actividad laboral.

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



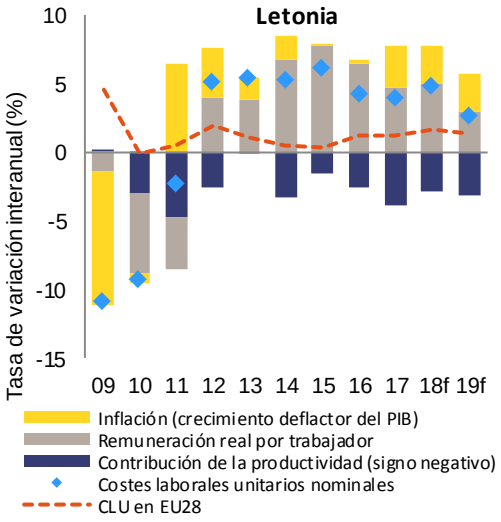
Fuente: Eurostat y BCE

El déficit por cuenta corriente aumentó en 2017, en un contexto de fuerte crecimiento de las importaciones, y la PIIN negativa sigue siendo sustancial. Se redujo el ajuste de la competitividad de costes al tiempo que crecieron de forma marginal los costes laborales unitarios y se estabilizó el tipo de cambio efectivo real. El nivel de endeudamiento privado es uno de los mayores de la UE, tanto el de los hogares como el de las empresas, mientras que el proceso de desapalancamiento es lento. En particular, el ahorro de los hogares es negativo. El ajuste a la baja de los precios reales de la vivienda tocó fondo y los precios de la vivienda empezaron a aumentar moderadamente. El elevadísimo volumen de créditos no productivos dificulta el flujo de crédito a la economía, que es necesario para impulsar el potencial de crecimiento a medio plazo. La ratio deuda pública / PIB se mantiene a un nivel muy alto. El desempleo está disminuyendo rápidamente aunque sigue siendo elevado, en particular el desempleo juvenil, aunque en los últimos tres años ha mejorado el desempleo juvenil y de larga duración.

En general, la lectura económica pone de relieve algunos problemas relacionados con la sostenibilidad externa, la deuda pública y privada, la existencia de vulnerabilidades en el sector financiero y el ajuste del mercado laboral. Así pues, la Comisión considera oportuno, teniendo también en cuenta el desequilibrio excesivo detectado en marzo de 2018, examinar más a fondo la persistencia de riesgos macroeconómicos y supervisar los avances en la corrección de los desequilibrios excesivos.

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

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



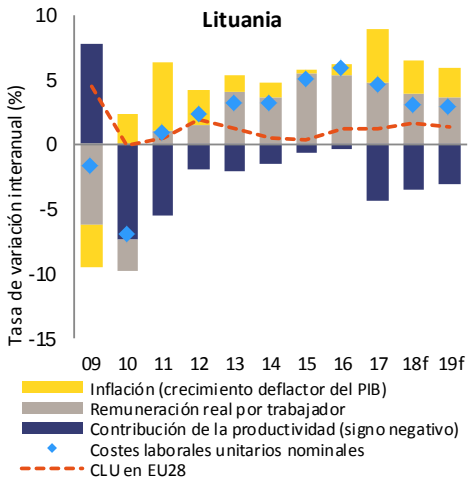
Fuente: Servicios de la Comisión

La balanza por cuenta corriente se encuentra en equilibro, en términos generales, y ha mejorado la PIIN, que se compone en gran medida de IED, dado el fuerte crecimiento del PIB nominal, aunque se mantiene por encima del umbral. Los costes laborales unitarios han aumentado a un ritmo elevado durante varios años en términos comparativos, lo que refleja el fuerte crecimiento de los salarios y las tensiones del mercado laboral, y el indicador se ha mantenido por encima del umbral del cuadro de indicadores desde 2014. El impacto sobre la competitividad en términos de precios exteriores y el comportamiento de las exportaciones ha sido escaso hasta la fecha, amortiguado en parte por la reducción de los márgenes de beneficio. De cara al futuro, se espera que el crecimiento de los salarios siga siendo fuerte debido al tensionamiento creciente del mercado de trabajo. En conjunto, esta evolución supone un riesgo para la competitividad del país y las perspectivas de crecimiento a medio plazo. El crecimiento de los precios reales de la vivienda sigue siendo dinámico. Aunque en 2017 los precios de la vivienda se ralentizaron en relación con los de 2016, han vuelto a acelerarse en el primer semestre de 2018. En general, la expansión del crédito ha sido moderada. La deuda pública y privada son relativamente bajas.

En general, la lectura económica pone de relieve algunos problemas relacionados con la dinámica del mercado laboral y la competitividad exterior, a pesar de que, por el momento, los riesgos parecen contenidos. En conclusión, la Comisión no considera necesario proceder por el momento a un análisis más exhaustivo en el contexto del PDM.

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

Lituania: En los anteriores ciclos del PDM, *no se detectaron desequilibrios macroeconómicos* en Lituania. En el cuadro de indicadores actualizado, algunos indicadores rebasan el umbral indicativo, a saber: la posición de inversión internacional neta (PIIN) y los costes laborales unitarios nominales.



Fuente: Servicios de la Comisión

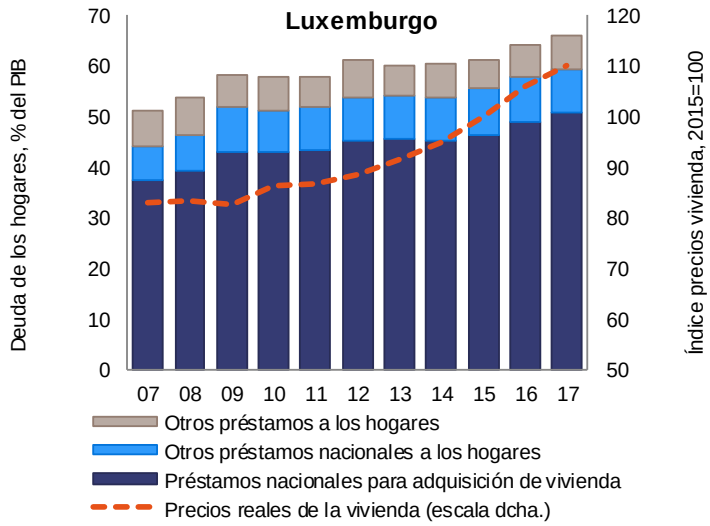
La balanza por cuenta corriente está en términos generales equilibrada y, dado el fuerte crecimiento del PIB nominal, ha mejorado la PIIN negativa, que está constituida en gran medida por IED, aunque se mantiene ligeramente por encima del umbral. El aumento de los costes laborales unitarios ha sido elevado durante años en términos comparativos, y desde 2015 el indicador se ha situado por encima del umbral del cuadro de indicadores, impulsado por el fuerte

crecimiento de los salarios como consecuencia de las tensiones del mercado laboral y, entre otros factores, de un rápido incremento del salario mínimo desde 2016. El impacto del aumento de los costes laborales en la competitividad exterior de costes y el comportamiento de las exportaciones ha sido escaso hasta la fecha, amortiguado en parte por la reducción de sus márgenes de beneficio, lo que en sí mismo podría no ser sostenible a largo plazo. De cara al futuro, se espera que el crecimiento de los salarios siga siendo fuerte en un contexto de reducción del desempleo y de tensionamiento del mercado de trabajo. En conjunto, esta evolución puede lastrar la competitividad del país y las perspectivas de crecimiento a medio plazo. El crecimiento de los precios de la vivienda ha mostrado dinamismo en los últimos años, pues va incrementándose, aunque sigue estando por debajo del umbral. La expansión del crédito se ha recuperado. La deuda pública y privada siguen registrando unos niveles relativamente bajos y estables.

En general, la lectura económica pone de relieve algunos problemas relacionados con la dinámica de los costes laborales unitarios y la competitividad exterior, a pesar de que, por el momento, los riesgos parecen contenidos. En conclusión, la Comisión no considera necesario proceder por el momento a un análisis más exhaustivo en el contexto del PDM.

Luxemburgo: En el anterior ciclo del PDM, *no se detectaron desequilibrios macroeconómicos* en Luxemburgo. En el cuadro de indicadores actualizado, algunos indicadores rebasan el umbral indicativo, a saber: el endeudamiento privado, la variación de la tasa de actividad y la tasa de desempleo de larga duración.

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



Fuente: Eurostat y BCE

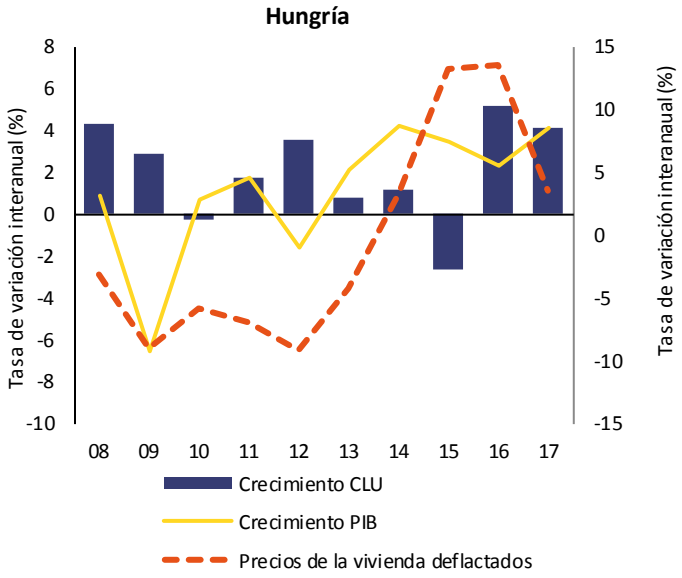
El sector exterior sigue mostrando un superávit estable de la balanza por cuenta corriente y una PIIN positiva y constante. Sin embargo, la posición del país como centro financiero internacional tiene un impacto más significativo en las cifras que la actividad de la economía nacional. Se han estabilizado los aumentos acumulados en las cuotas de mercado de las exportaciones. Sin embargo, recientemente se han registrado algunas pérdidas de mercado, alimentadas en parte por el empeoramiento de la competitividad de costes, deteriorada a su vez por el mayor crecimiento de los costes laborales unitarios y de los precios de las importaciones. Durante el último decenio, los precios reales de la vivienda han venido creciendo a una tasa relativamente elevada, que en general sigue justificando que se les someta a un atento seguimiento. El aumento de los precios de la vivienda se registra en el contexto de un mercado laboral dinámico, junto con unos flujos migratorios netos significativos y condiciones financieras favorables, mientras que la oferta se ha mantenido relativamente limitada y sigue siendo insuficiente para contrarrestar la fuerte demanda. La asequibilidad de la vivienda se sigue deteriorando a la luz de unos precios en constante aumento. Aunque el endeudamiento de las empresas es muy elevado, está relacionado principalmente con

préstamos internacionales entre empresas. El nivel de deuda de los hogares, principalmente créditos hipotecarios, ha ido aumentando de forma constante, lo que refleja el dinamismo del mercado inmobiliario y unas condiciones de crédito favorables. A pesar de que la bajada de los tipos de interés y la mayor duración de los créditos hipotecarios ha aflojado la presión financiera sobre los hogares y la mayoría de las nuevas hipotecas se contratan con tipos de interés fijo, un gran porcentaje de los hogares endeudados sigue estando expuesto a subidas de los tipos de interés. No obstante, los riesgos para la estabilidad financiera del país se ven mitigados por la solidez del sector bancario. La deuda pública se mantiene a un nivel muy bajo. A pesar de la reciente ralentización de la economía, el mercado de trabajo se está tensionando y sigue descendiendo el desempleo.

En general, la lectura económica apunta principalmente a algunos riesgos limitados relacionados con la subida constante de los precios de la vivienda y la deuda de los hogares. En conclusión, la Comisión no procederá por el momento a un análisis más exhaustivo en el contexto del PDM.

Hungría: En el anterior ciclo del PDM, *no se detectaron desequilibrios macroeconómicos* en Hungría. En el cuadro de indicadores actualizado, algunos indicadores rebasan el umbral indicativo, a saber: la posición de inversión internacional neta (PIIN) y la deuda pública.

Gráfico A17: ***PIB, CLU y precios de la vivienda***



Fuente: Servicios de la Comisión

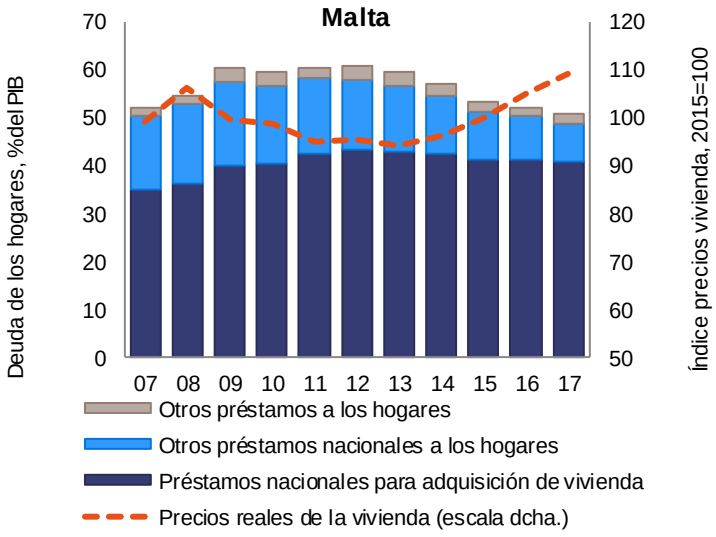
En los últimos años, el superávit de la balanza por cuenta corriente ha supuesto una mejora rápida y sostenida de la PIIN negativa, lo que también refleja en gran medida la IED. Las cuotas de mercado de las exportaciones aumentaron en 2017, favorecidas por el crecimiento de la industria del automóvil. Se ha venido registrando un incremento sustancial de los costes laborales unitarios nominales en un contexto de tensionamiento del mercado laboral. Los aumentos de los salarios administrativos también se añadieron a los de los costes laborales, si bien fueron compensados parcialmente por la reducción de las cotizaciones sociales de los empleadores. Aunque los flujos de crédito al sector privado pasaron a ser positivos, en 2017 siguió disminuyendo el volumen de créditos al sector privado. Tras registrar aumentos importantes en los años anteriores, se ha moderado el crecimiento de los precios reales de la vivienda. No obstante, conviene prestar atención al alto nivel de las tasaciones en determinadas regiones y la rápida aceleración de los créditos hipotecarios. La recuperación en curso del mercado inmobiliario puede contribuir a reducir aún más la proporción de préstamos no productivos, que sigue siendo elevada. El sector bancario ha mejorado su rentabilidad y su capacidad de resistencia. A pesar de un ciclo económico favorable, la disminución de la deuda pública solo ha sido gradual como consecuencia de la política presupuestaria procíclica. El desempleo disminuyó a niveles

históricamente bajos y el tensionamiento del mercado de trabajo contribuyó a un rápido aumento de los salarios, que siguió siendo superior al incremento de la productividad.

En general, la lectura económica subraya la existencia de problemas relacionados con el mercado de la vivienda y un tensionamiento del mercado laboral, aunque los riesgos parecen contenidos. La Comisión no procederá por el momento a un análisis más exhaustivo en el contexto del PDM.

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

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



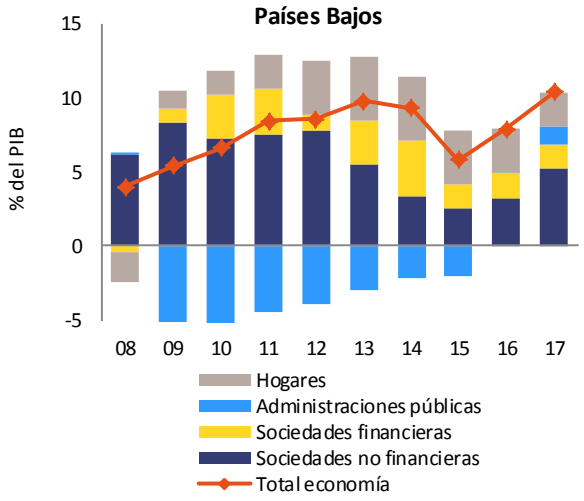
Fuente: Eurostat y BCE

En 2017 el elevado superávit de la balanza por cuenta corriente siguió aumentando hasta alcanzar niveles considerables, coincidiendo con una fuerte mejora de la ya positiva posición de inversión internacional neta. Sin embargo, más que la evolución nacional la posición exterior refleja fluctuaciones en el sector empresarial orientado al exterior. La evolución de la competitividad de costes y del TCER ha sido relativamente favorable, mientras que una evolución moderada de los salarios, unida a un crecimiento relativamente fuerte de la productividad laboral, han moderado el aumento de los costes laborales unitarios. La ratio deuda del sector privado / PIB disminuyó sustancialmente en 2017, gracias principalmente a un fuerte crecimiento del PIB nominal. Mientras que el apalancamiento del sector empresarial sigue siendo elevado, se ha venido produciendo la desaceleración de la tasa de crecimiento del crédito a los hogares. La ratio deuda pública / PIB ha seguido una firme tendencia a la baja. Los precios reales de la vivienda aumentaron en 2017, lo que justifica que se les someta a supervisión. En particular, la fuerte actividad económica y las escasas posibilidades para invertir el ahorro privado han llevado a un renovado interés por el mercado de la vivienda. Está mejorando la calidad de los activos del sector bancario nacional y las reservas de capital disponibles parecen suficientes para absorber los riesgos inmediatos que podrían surgir del mercado de la vivienda o del marco institucional percibido. El mercado laboral sigue teniendo un comportamiento vigoroso, pues registra un fuerte crecimiento del empleo acompañado de una tasa de desempleo baja, que no para de descender.

En general, la lectura económica subraya la existencia de problemas relacionados con la posición exterior y los mercados de la vivienda en el contexto de un crecimiento económico sólido, aunque, por el momento, los riesgos parecen contenidos. En conclusión, la Comisión no procederá por el momento a un análisis más exhaustivo en el contexto del PDM.

Países Bajos: En marzo de 2018, la Comisión concluyó que los Países Bajos registraban *desequilibrios macroeconómicos*, particularmente en relación con el alto volumen de deuda de los hogares y el elevado y persistente superávit de la balanza por cuenta corriente. En el cuadro de indicadores actualizado, algunos indicadores rebasan el umbral indicativo, a saber: la media de los tres últimos años de la balanza por cuenta corriente, la deuda del sector privado y el crecimiento real de los precios de la vivienda.

*Gráfico A19: C**apacidad o necesidad neta de financiación por sector***



Fuente: Eurostat

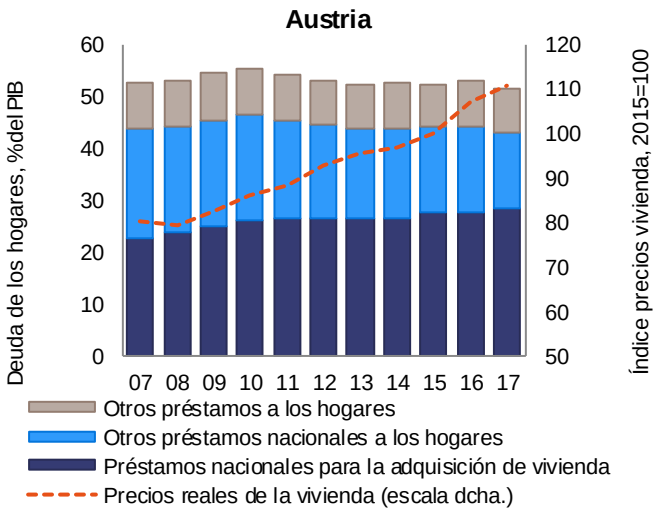
El superávit de la balanza por cuenta corriente sigue siendo muy elevado y se incrementó aún más en 2017, mientras que la posición de inversión internacional neta positiva disminuyó ligeramente. Aunque todos los sectores son ahorradores netos, el incremento del superávit de la balanza por cuenta corriente registrado en 2017 fue consecuencia principalmente de las sociedades no financieras con un exceso de ahorro derivado de la relativamente elevada rentabilidad empresarial y una tasa de inversión comparativamente baja. La evolución de los costes laborales unitarios es moderada y el crecimiento de los salarios está en consonancia con la evolución de la productividad. La deuda privada se encuentra en niveles elevados, mientras que la deuda de las empresas también se explica por la deuda intragrupo de las empresas multinacionales. La deuda de los hogares es elevada y se ve alimentada por un tratamiento fiscal generoso para las viviendas ocupadas por sus propietarios y unos tipos hipotecarios favorables. Aunque la deuda pública en porcentaje del PIB sigue una tendencia a la baja, la deuda nominal vuelve a incrementarse. Existe una fuerte recuperación en el mercado de la vivienda como consecuencia de la aceleración de los precios registrada en 2017, en un contexto en que el funcionamiento del mercado del alquiler presenta ciertas deficiencias. Se está produciendo un tensionamiento del mercado laboral y un descenso del desempleo.

En general, la lectura económica pone de relieve la existencia de problemas relacionados con los elevados niveles de deuda de los hogares y el elevado superávit de ahorro nacional. En conclusión, la Comisión, teniendo en cuenta particularmente el desequilibrio detectado en marzo de 2018, considera conveniente examinar más a fondo la persistencia de los desequilibrios o su corrección.

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

El superávit de la balanza por cuenta corriente se mantuvo estable en un nivel moderado en 2017, con una posición de inversión internacional neta ligeramente positiva. Las cuotas de mercado de las exportaciones se mantuvieron estables. El crecimiento de los costes laborales unitarios es bajo, respaldado por un aumento de la productividad de la mano de obra, a lo que se une un crecimiento limitado de los salarios. Los precios reales de la vivienda continuaron su tendencia alcista, pero en 2017 a un ritmo inferior al de 2016. Si bien estas circunstancias requieren ser objeto de supervisión, no parece que el aumento de los precios venga determinado por el crédito y se observa una pequeña aceleración de la expansión crediticia. Por otra parte, tanto las ratios de deuda de las empresas como las de deuda de los hogares están disminuyendo lentamente. Asimismo, la deuda pública siguió su tendencia a la baja y disminuyó en 2017 como consecuencia del fuerte crecimiento económico y la liquidación en curso de los activos de entidades financieras nacionalizadas. Siguió mejorando la situación del sector bancario también como consecuencia de la recuperación de los países vecinos. En estas condiciones económicas favorables y con un fuerte crecimiento del empleo, la tasa de desempleo disminuyó considerablemente.

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



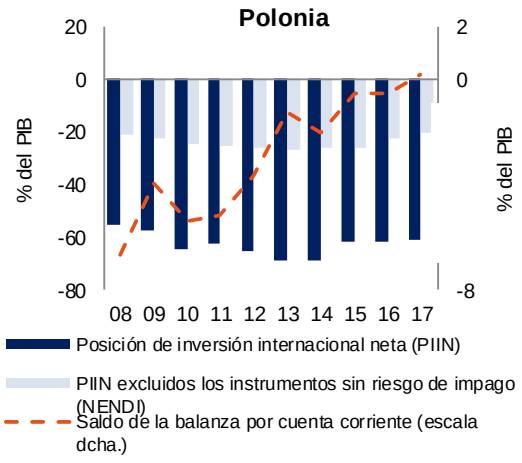
Fuente: Eurostat y BCE

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

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

La balanza por cuenta corriente mejoró hasta alcanzar una situación prácticamente equilibrada en 2017, mientras que la PIIN negativa se mantuvo estable. La vulnerabilidad exterior se ve limitada por el hecho de que las inversiones extranjeras directas representan una gran parte de los pasivos exteriores. Los aumentos de las cuotas de mercado de las exportaciones volvieron a ser sustanciales en 2017. Coincidiendo tanto con el fuerte

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



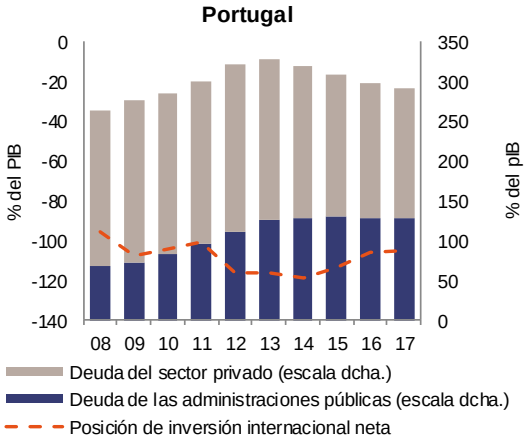
Fuente: Servicios de la Comisión

incremento de la productividad como con el de los salarios, el crecimiento de los costes laborales unitarios nominales es limitado. La ratio deuda del sector privado / PIB disminuyó en 2017, lo que refleja un fuerte crecimiento del PIB y la apreciación del esloti frente a las monedas en que está denominado parte del stock de deuda pendiente. La deuda de las administraciones públicas, medida en porcentaje del PIB, siguió reduciéndose desde niveles ya relativamente bajos como consecuencia del rápido crecimiento económico nominal, un déficit global inferior y la apreciación del esloti. Los riesgos del sector financiero se han mantenido bajo control. Se mantuvieron los buenos resultados del mercado laboral, lo que resultó en el descenso de la tasa de desempleo hasta situarse en un nivel muy bajo.

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

Portugal: En marzo de 2018, la Comisión llegó a la conclusión de que Portugal estaba experimentando *desequilibrios macroeconómicos*, relacionados en particular con el gran volumen de pasivos exteriores netos, deuda pública y privada, y una elevada proporción de préstamos no productivos en un contexto de bajo incremento de la productividad. En el cuadro de indicadores actualizado, algunos indicadores rebasan el umbral indicativo, a saber: la posición de inversión internacional neta (PIIN), la deuda pública, la deuda privada, el desempleo y el crecimiento real de los precios de la vivienda.

Gráfico A22: ***PIIN, deuda privada y deuda de las administraciones públicas***



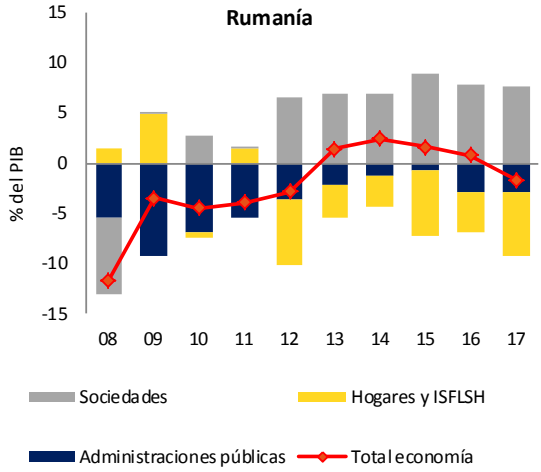
Fuente: Eurostat

La balanza por cuenta corriente se mantiene estable y registra un ligero superávit, mientras que la PIIN sigue siendo muy negativa y se prevé que el ritmo de ajuste siga siendo muy lento. En 2017 se deterioró ligeramente la competitividad de precios al tiempo que se apreció ligeramente el tipo de cambio efectivo real. El crecimiento de los CLU nominales experimentó un aumento moderado, mientras que el crecimiento de la productividad laboral fue negativo en 2017. Sin embargo, esta evolución está en consonancia, en líneas generales, con la observada en los socios comerciales y se registran aumentos de las cuotas de mercado de las exportaciones. Prosigue el desapalancamiento del sector privado y la expansión del crédito sigue siendo débil. La deuda de las administraciones públicas sigue siendo muy elevada, aunque se prevé que disminuya de forma constante. Los bancos han reforzado considerablemente sus balances e ingresos netos, pero sigue habiendo vulnerabilidades, puesto que el volumen de préstamos no productivos sigue siendo elevado a pesar de su reciente disminución. Los precios de la vivienda mantienen un fuerte crecimiento, pero en el contexto de una infravaloración anterior y de un volumen de hipotecas estable, en términos generales. Al beneficiarse del ciclo económico positivo, el mercado de trabajo ha mejorado de forma generalizada en los últimos años y el desempleo ha disminuido significativamente.

En general, la lectura económica pone de relieve problemas relacionados con los desequilibrios en las variables stock, en particular los pasivos exteriores netos, la deuda pública y privada, las vulnerabilidades del sector bancario y el débil crecimiento de la productividad. En conclusión, la Comisión, teniendo en cuenta particularmente el desequilibrio detectado en marzo de 2018, considera conveniente examinar más a fondo la persistencia de los desequilibrios o su corrección.

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

Gráfico A23: ***Capacidad o necesidad neta de financiación por sector***



Fuente: Servicios de la Comisión

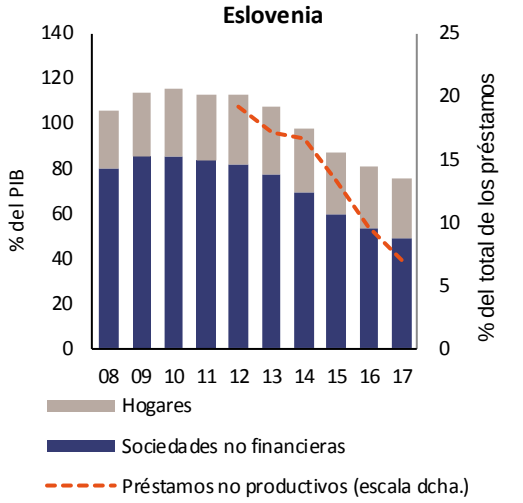
El déficit por cuenta corriente siguió deteriorándose en 2017, debido a una aceleración de las importaciones, principalmente de bienes de consumo. A pesar del creciente déficit de la balanza por cuenta corriente, la PIIN negativa, que se compone principalmente de IED, siguió mejorando gracias a un fuerte crecimiento del PIB nominal. Las exportaciones siguieron arrojando buenos resultados en 2017 y Rumanía logró aumentar aún más sus cuotas de mercado de las exportaciones. No obstante, los costes laborales unitarios aumentaron considerablemente en 2017 debido a un mayor crecimiento de los salarios, especialmente en el sector público. Aunque los resultados de Rumanía en materia de exportaciones han sido buenos hasta la fecha, los datos históricos sugieren que es probable que el incremento de los salarios públicos también tenga consecuencias para el sector privado, lo que podría provocar pérdidas de la competitividad de costes en el futuro. El crecimiento de los precios reales de la vivienda disminuyó ligeramente en 2017 y sigue siendo moderado. El sector bancario mantiene un buen nivel de capitalización y liquidez. El crecimiento del crédito al sector privado repuntó ligeramente, pero sigue siendo débil. La tasa de desempleo siguió disminuyendo en 2017, lo que refleja un entorno de mayor tensionamiento del mercado laboral, mientras que la tasa de actividad mejoró un tanto. Dado el fuerte crecimiento nominal del PIB, tanto la deuda pública como la privada disminuyeron en porcentaje del PIB, y ambas siguen siendo relativamente bajas. Sin embargo, la orientación presupuestaria seguirá siendo expansiva a medio plazo a pesar de las condiciones económicas favorables y podría tener un impacto negativo sobre la dinámica de la deuda pública y la balanza por cuenta corriente. Tanto el deterioro del déficit comercial como la aceleración de los CLU guardan relación con la política presupuestaria persistentemente procíclica, que ha impulsado una economía ya en fuerte crecimiento mediante repetidos recortes tributarios e incremento de los salarios públicos. Por otra parte, los frecuentes e imprevisibles cambios legislativos contribuyen a generar un entorno incierto para las empresas, que repercute negativamente en las decisiones empresariales y las inversiones, amén de ir posiblemente en detrimento del atractivo que presentaría el país para los inversores extranjeros.

La lectura económica sugiere que han aumentado las vulnerabilidades, especialmente en lo que se refiere a la posición exterior y la competitividad. En términos generales, la Comisión considera

oportuno proceder a un examen exhaustivo para analizar los riesgos subyacentes con vistas a determinar si existen o no desequilibrios.

Eslovenia: En marzo de 2018, la Comisión concluyó que Eslovenia *ya no experimentaba desequilibrios macroeconómicos*. En el cuadro de indicadores actualizado, la deuda pública y el crecimiento real de los precios de la vivienda rebasan su umbral indicativo.

Gráfico A24: ***Deuda privada y préstamos no productivos***



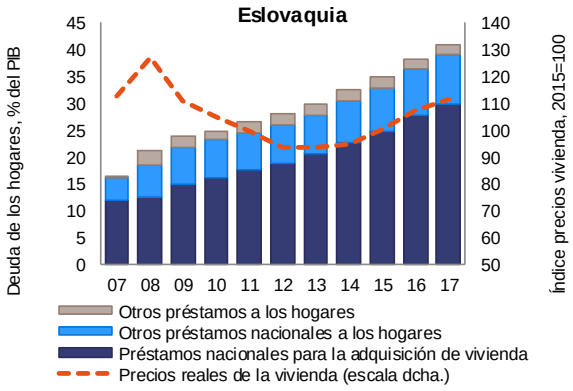
Fuente: Eurostat y BCE

En 2017 siguió aumentando el elevado superávit de la balanza por cuenta corriente, debido al vigoroso crecimiento de las exportaciones. La PIIN negativa mejoró sustancialmente y ya no supera el umbral. Las cuotas de mercado de las exportaciones aumentaron, mientras que el incremento de los costes laborales unitarios fue limitado y se depreció el tipo de cambio efectivo real. La deuda privada siguió disminuyendo, gracias al sector empresarial, mientras que los flujos de crédito al sector privado han pasado a ser positivos. La inversión mejoró sensiblemente, pero sigue estando por debajo de las medias históricas. El crecimiento de los precios de la vivienda aumentó a un ritmo ligeramente más rápido que en los años anteriores, mientras que la inversión en vivienda se mantiene estable y el crecimiento del crédito hipotecario, contenido. La deuda pública se mantiene a un nivel elevado, pero ha disminuido desde su máximo de 2015. Los costes asociados al envejecimiento previsto de la población siguen planteando riesgos para la sostenibilidad presupuestaria a medio y largo plazo. El sector bancario se ha estabilizado y su apalancamiento está disminuyendo; la proporción aún relativamente elevada que representan los préstamos no productivos prosigue su tendencia a la baja y se esperan nuevas reducciones. El mercado de trabajo ha mejorado, pues se ha registrado un aumento de la tasa de actividad y una reducción de la de desempleo. El crecimiento de la productividad también repuntó ligeramente en 2017.

En general, la lectura económica pone de relieve problemas relacionados principalmente con la sostenibilidad presupuestaria a largo plazo. En conclusión, la Comisión no considera necesario proceder por el momento a un análisis más exhaustivo en el contexto del PDM.

Eslovaquia: En el anterior ciclo del PDM, *no se detectaron desequilibrios macroeconómicos* en Eslovaquia. En el cuadro de indicadores actualizado, la posición de inversión internacional neta (PIIN) y el total de los pasivos del sector financiero incumplen el umbral indicativo.

Gráfico A25: ***Deuda de los hogares e índice de precios de la vivienda***



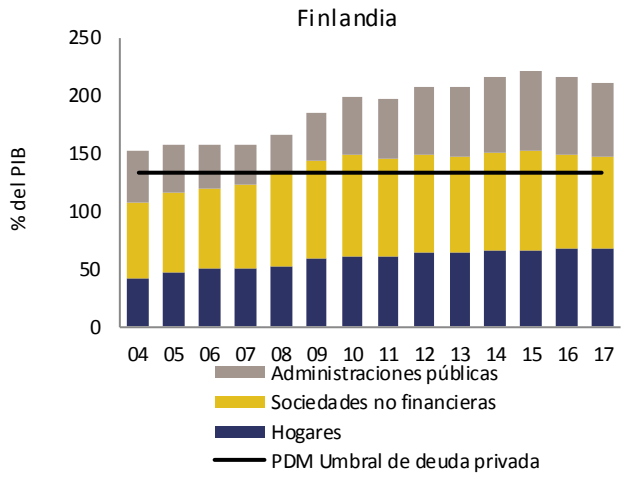
Fuente: Eurostat y BCE

El déficit de la balanza por cuenta corriente siguió aumentando en 2017, pero sigue siendo moderado en términos generales. La PIIN es muy negativa, a pesar de algunas mejoras recientes, mientras que los riesgos son limitados, ya que gran parte de los pasivos externos están relacionados con las inversiones extranjeras directas, especialmente en la boyante industria automovilística y en el sector financiero. Las cuotas de mercado de las exportaciones y el tipo de cambio efectivo real se han mantenido en general estables. Se aceleró el crecimiento de los costes laborales unitarios nominales, impulsado en parte por las fuertes subidas salariales en un contexto de tensionamiento del mercado laboral. El crecimiento de los precios de la vivienda sigue siendo sólido, pero disminuyó en 2017 en relación con 2016 hasta situarse en un porcentaje justo por debajo del valor del umbral. El crédito al sector privado disminuyó ligeramente, mientras que la ratio deuda del sector privado / PIB siguió aumentando en términos generales. El sector bancario, en gran parte en manos extranjeras, está bien capitalizado. Las reducciones adicionales de las tasas de desempleo total y de larga duración han venido acompañadas de aumentos de la tasa de participación.

En general, la lectura económica pone de relieve problemas asociados a aspectos externos, al mercado de la vivienda y a la expansión del crédito, pero los riesgos parecen contenidos hasta el momento. En conclusión, la Comisión no procederá por el momento a un análisis más exhaustivo en el contexto del PDM.

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

Gráfico A26: ***Deuda en los diferentes sectores de la economía***



Fuente: Eurostat

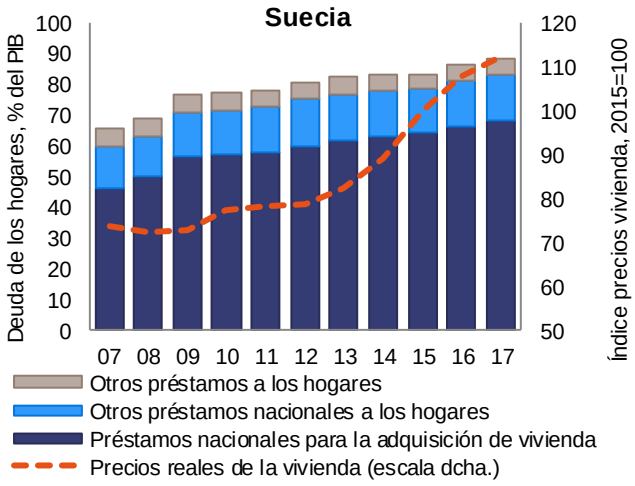
La balanza por cuenta corriente se mantuvo ligeramente negativa en 2017, después de varios años de déficits, mientras que la posición de inversión internacional neta es ligeramente positiva. Las cuotas de mercado de las exportaciones se recuperaron por segundo año consecutivo, mientras que los indicadores de competitividad de costes mejoraron al tiempo que disminuyeron los costes laborales unitarios y se depreció el tipo de cambio efectivo real. Es probable que en 2018 y 2019 el crecimiento de las exportaciones siga siendo superior al de las importaciones. No obstante, se espera que se estabilicen los indicadores de la competitividad de costes a medida que se diluya parcialmente el efecto positivo del Pacto por la Competitividad. En 2017 se redujeron aún más las ratios de deuda del sector público y del sector privado / PIB, lo que refleja la sólida recuperación de la producción. Sin embargo, las favorables condiciones crediticias, los bajos tipos de interés y las mejores perspectivas económicas han acelerado la expansión del crédito privado, lo cual podría suponer un freno al proceso de desapalancamiento, mientras que la deuda privada se encuentra todavía en un nivel elevado. La deuda de los hogares es elevada y la tasa de ahorro de los hogares se encuentra en un nivel históricamente bajo. El sector financiero sigue bien capitalizado, lo cual limita

los riesgos para la estabilidad financiera, mientras que unos precios de la vivienda relativamente estables apuntan a riesgos reducidos para la deuda de los hogares. La ratio de la deuda pública está disminuyendo, lo que refleja la mejora del crecimiento económico. El empleo continúa creciendo y el desempleo sigue disminuyendo como consecuencia de una mayor actividad económica.

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

Suecia: En marzo de 2018, la Comisión llegó a la conclusión de que Suecia experimentaba *desequilibrios*, relacionados en particular con la sobrevaloración de los precios de la vivienda, junto con un aumento constante de la deuda de los hogares. En el cuadro de indicadores actualizado, solo la deuda del sector privado rebasa su umbral indicativo.

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



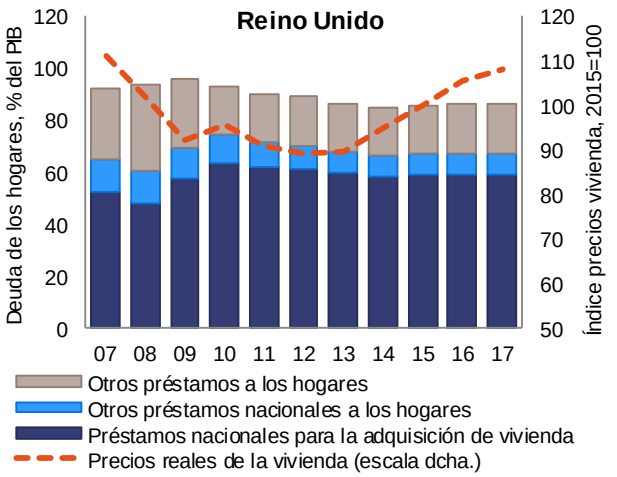
Fuente: Eurostat y BCE

El superávit de la balanza por cuenta corriente sigue siendo moderado y se redujo en 2017. La PIIN se ha reducido ligeramente, y ahora se aproxima al equilibrio. Las pérdidas de cuota de mercado de las exportaciones se han moderado y el indicador se sitúa en la actualidad ligeramente por debajo del umbral. El aumento de los costes laborales unitarios es limitado y el tipo de cambio efectivo real se ha depreciado. La deuda de los hogares es elevada y ha crecido de forma continua desde 2008, también en 2017. Este aumento se ha unido a las subidas de los precios de la vivienda, lo que implica riesgos para la estabilidad macroeconómica. En otoño de 2017, aunque los precios de la vivienda experimentaron un ligero descenso, siguen siendo muy elevados en términos generales. Los precios de la vivienda y el endeudamiento de los hogares están siendo estimulados por un régimen tributario favorable a la propiedad de la vivienda, unos tipos de interés de las hipotecas bajos y algunas características específicas del mercado hipotecario. Los riesgos del sistema bancario parecen limitados, al tiempo que la calidad de los activos y su rentabilidad siguen siendo elevadas y las finanzas de los hogares son, por lo general, sólidas. El mercado de trabajo presenta tensiones crecientes y el desempleo está disminuyendo.

En general, la lectura económica pone de relieve problemas relacionados con el alto nivel de deuda privada y el sector de la vivienda. En conclusión, la Comisión, teniendo en cuenta particularmente el desequilibrio detectado en marzo de 2018, considera conveniente examinar más a fondo la persistencia de los desequilibrios o su corrección.

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

Gráfico A28: ***Deuda de los hogares e índice de precios de la vivienda***



Fuente: Eurostat y BCE

El déficit por cuenta corriente disminuyó ligeramente en 2017, como consecuencia principalmente de una mejora en el saldo de rentas primarias, pero sigue existiendo un déficit sustancial y las correspondientes necesidades significativas de financiación exterior. La depreciación de la libra esterlina ha contribuido a la posición de inversión internacional neta, que es ligeramente negativa, y mejorado la competitividad de precios en un contexto de crecimiento moderado de los costes laborales unitarios. Sin embargo, hasta la fecha los efectos de la depreciación de la libra sobre los flujos comerciales netos han sido decepcionantes. Tras varios años de desapalancamiento gradual, la ratio deuda privada / PIB ha tocado fondo. En particular, la deuda de los hogares sigue siendo elevada y sigue requiriendo un atento seguimiento. El crecimiento de los precios reales de la vivienda se ha ralentizado y se está estabilizando el coste de la vivienda, aunque se encuentra a un nivel elevado. El nivel de deuda pública es elevado y estable en términos generales. El fuerte crecimiento del empleo siguió acompañado por una tasa de desempleo baja y en descenso, aunque la productividad del trabajo sigue siendo baja.

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

Cuadro 1.1: Cuadro de indicadores del PDM 2017

	Desequilibrios externos y competitividad					Desequilibrios internos						Indicadores de empleo[1]		
Año 2017	**Saldo de la balanza por cuenta corriente (% del PIB)** (media de 3 años)	**Posición de inversión internacional neta** (% del PIB)	**Tipo de cambio efectivo real - 42 socios comerciales, deflactor IPCA** (variación porcentual 3 años)	**Cuota de mercado de las exportaciones (% de las exportaciones mundiales)** (variación porcentual 5 años)	**Índice CLU nominales (2010=100)** (variación porcentual 3 años)	**Índice precios de la vivienda (2015=100), deflactados** (variación porcentual 1 año)	**Flujo de crédito al sector privado, datos consolidados** (% del PIB)	**Deuda del sector privado, datos consolidados** (% del PIB)	**Deuda bruta Administraciones Públicas** (% del PIB)	**Tasa de desempleo** (media de 3 años)	**Pasivos totales del sector financiero datos no consolidados** (variación porcentual 1 año)	**Tasa de actividad en % de la población total de 15-64 años** (variación en puntos porcentuales 3 años)	**Tasa de desempleo de larga duración en % de la población activa de 15-74 años** (variación en puntos porcentuales 3 años)	**Tasa de desempleo juvenil en % de la población activa de 15-24 años** (variación en puntos porcentuales 3 años)
Umbrales	-4/6%	-35%	±5% (ZE) ±11% (no-ZE)	-6%	9% (ZE) 12% (no-ZE)	6%	14%	133%	60%	10%	16,50%	-0,2 pp	0,5 pp	2 pp
BE	-0,3	52,6	0,9	3,9	1,1	1,5p	-1,5	187	103,4	7,8b	0,7	0,3b	-0,8b	-3,9b
BG	3,1	-42,8	-3,3	19,4	13,6p	6,2	6,2	100,1	25,6	7,7	1,1	2,3	-3,5	-10,9
CZ	1	-26,5	5,4	8,2	5,9	9,1p	4,1	67,4	34,7	4	22,9	2,4	-1,7	-8
DK	8,1	56,3	-2,1	0,5	3	3,2	-1,4	204	36,1	6	4,1	0,7b	-0,4b	-1,6
DE	8,4	54	-2,5	6,5	5,1	2,9	4,9	100,1	63,9	4,2	4	0,5	-0,6	-0,9
EE	2,3	-31,4	2,9	2,6	12,4	1,8	3,6	106,4	8,7	6,3	9,7	3,6	-1,4	-2,9
IE	2,9	-149,3	-6,2	64,4	-17,2	9,5p	-7,5	243,6	68,4	8,4	4,3	0,9	-3,6	-9
EL	-0,8	-142,5	-2,8	-10	-1,0p	-2,2e	-0,8p	116,4p	176,1	23,3	-12,9	0,9	-3,9	-8,8
ES	1,8	-83,8	-2,5	9,8	0,0p	4,5	0,2p	138,8p	98,1	19,6	4	-0,3	-5,2	-14,6
FR	-0,6	-20,1	-2,9	2,7	1,3p	1,8	7,0p	148,2p	98,5	10	4,3	0,5	-0,3	-1,9
HR	3,6	-62,4	0	20	-4,3d	2,8	1,2	98,4	77,5	13,5	3,9	0,3	-5,5	-17,7
IT	2,3	-5,3	-3,1	2	1,1	-2,0p	2,1	110,5	131,2	11,6	4,3	1,5	-1,2	-8
CY	-5	-121,5	-6,6	6,9	-2,7p	1,3p	8,7p	316,3p	96,1	13	-2,3	-0,4	-3,2	-11,3
LV	0,6	-56,3	1,7	7,8	14,7	5,5	0,3	83,5	40	9,4	6,1	2,4	-1,3	-2,6
LT	-0,7	-35,9	2,3	9,7	16	5,4	3,7	56,1	39,4	8	14	2,2	-2,1	-6
LU	5	47	-0,9	25,2	7,1	4,1	-15,5	322,9	23	6,1	-1,7	-0,6	0,5	-6,9
HU	4	-52,9	0,1	11,3	6,7	3,3	0,9	71,4	73,3	5,4	-8	4,2	-2	-9,7
MT	8,4	62,6	-2,3	11,2	1,7	4,1p	2,9	120,2	50,9	5,2	4,7	4,4	-1,1	-1,2
NL	8,3	59,7	-1,6	1,2	-0,2p	6	3,0p	252,1p	57	5,9	2,0p	0,7	-1	-3,8
AT	2,1	3,7	0,3	2,3	3,7	3,5	4,3	122,5	78,3	5,7	1,8	1	0,3	-0,5
PL	-0,3	-61,2	-3,4	28,4	4,5p	1,7	2,7	76,4	50,6	6,2	6,3	1,7	-2,3	-9,1
PT	0,4	-104,9	-0,7	14,6	3,5p	7,9	1,3p	162,2p	124,8	10,9	1,8	1,5	-3,9	-10,9
RO	-2,2	-47,7	-5,5	37	11,9p	4	1,7p	50,8p	35,1	5,9	8,1	1,6	-0,8	-5,7
SI	5,7	-32,3	-2	18,6	3,4	6,2	0,8	75,6	74,1	7,9	5,1	3,3	-2,2	-9
SK	-2	-65,6	-1,9	6,7	6,9	4,4	5,9	96,1	50,9	9,8	17,9	1,8	-4,2	-10,8
FI	-0,7	2,4	-2,6	-4,3	-2,5	0,5	8,2	146,4	61,3	8,9	-3,8	1,3	0,2	-0,4
SE	4	1,8	-5,4	-4,3	3,7	4,6	13,1	194,4	40,8	7	6,8	1	-0,2	-5,1
UK	-4,6	-8,6	-10,7	-1	5,4	2,4	8,4	169	87,4	4,8	-1,6	0,9	-1,1	-4,9

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

1) Para los indicadores de empleo, véase la p. 2 del IMA 2016. 2) Índice de precios de la vivienda e = fuente BC de EL. 3) Para CLUN, d: los datos de empleo se basan en el concepto de «nacional» y no en el concepto «internos». 4) Tasa de desempleo, Tasa de actividad, Tasa de desempleo de larga duración y Tasa de desempleo juvenil: BE: Revisión del método de encuesta; IE: Introducción de la nueva Encuesta de las Fuerzas de Trabajo en sustitución de la Encuesta Trimestral Nacional de los Hogares como fuente de datos; DK: Mejora de la recogida de datos, introducción de entrevistas mediante la web asistidas por ordenador.

Fuente: Comisión Europea, Eurostat y DG Asuntos Económicos y Financieros (para el Tipo de cambio efectivo real), y el Fondo Monetario Internacional. Perspectivas de la Economía Mundial (para las Series de exportaciones mundiales).

Cuadro 2.1: Indicadores auxiliares, 2017

Año 2017	PIB real (variación porcentual 1 año)	Formación bruta de capital fijo (% del PIB)	Gasto interno bruto en I+D (% del PIB)	Balanza por cuenta corriente + balanza por cuenta de capital (capacidad / necesidad neta de financiación)	Posición de inversión internacional neta excluidos los instrumentos sin riesgo	IED en la economía declarante - flujos (% del PIB)	IED en la economía declarante - stocks (% del PIB)	Saldo neto de la balanza de productos energéticos (% del PIB)	Tipo de cambio efectivo real - socios comerciales zona del euro (variación porcentual 3 años)	Comportamiento de las exportaciones respecto de las economías avanzadas	Relación de intercambio (variación porcentual 5 años)	Cuota de mercado de las exportaciones en volumen (variación porcentual 1 año)	Productividad laboral (variación porcentual 1 año)	Préstamos no productivos de entidades nacionales y extranjeras (% de préstamos brutos)	Comportamiento de los CLU respecto de la ZE (variación porcentual 10 años)	Índice de precios de la vivienda (2015=100) - nominal (variación porcentual 3	Construcción residencial (% del PIB)	Deuda de los hogares, datos consolidados (Incl. ISFLSH, % del PIB)	Apalancamiento bancario, entidades nacionales y extranjeras, datos consolidados (total activos / total capital)
BE	1,7	23,5	:	0,8	45,0	-7,8	199,9	-2,5	2,8	-0,8	1,0	-0,3	0,3	2,7p	1,4	8,2	5,9	60,1	13,2p
BG	3,8	18,5	0,8p	7,7	33,1	3,8	88,4	-4,2	-3,0	14,0	5,7	0,5	2,0p	10,2p	50,9	19,5	2,9	20,4	7,7p
CZ	4,3	24,7	1,8p	2,0	28,8	4,3	78,3	-2,6	5,8	3,3	3,1	1,4	2,7	2,8p	1,0	24,4p	3,9	29,7	12,4p
DK	2,3	20,5	:	8,1	18,6	0,6	54,3	-0,1	-0,5	-4,0	2,9	-0,9	0,7	2,5p	-0,2	17,7	4,6	128,0	16,4p
DE	2,2	20,3	3,0e	7,9	41,5	2,1	42,1	-1,8	0,3	1,7	5,9	-0,7	0,7	1,8p	8,4	16,0	6,1	52,7	14,1p
EE	4,9	24,4	:	4,2	21,5	5,9	95,5	-0,6	2,5	-2,0	4,2	-1,8	2,1	1,9p	22,5	18,1	4,3	39,4	6,8p
IE	7,2	23,5	1,1	-1,1	-259,1	0,3	435,6	-1,2	-2,1	57,0	-0,1	2,5	4,2	9,9p	-39,2	32,8p	2,0	47,7	6,6p
EL	1,5p	12,9p	1,1p	-0,5	-126,4	1,8	17,6	-1,8p	-1,7	-14,1	7,4p	1,5p	0,0p	45,0p	-12,9	-8,3e	0,6p	57,0	8,8p
ES	3,0p	20,5p	:	2,1	-58,1	0,6	58,6	-1,8p	-1,0	4,8	0,8p	-0,1p	0,4p	4,4p	-11,1	15,1	5,2p	61,1	13,5p
FR	2,2p	22,5p	:	-0,5	-33,5	1,9	46,5	-1,7p	-0,5	-1,9	5,0p	-0,8p	1,1p	3,1p	-0,2	2,6	6,2p	58,6	15,2p
HR	2,9	20,1	:	4,5	-17,3	3,6	58,7	-2,9	0,7	14,6	2,5	1,1	0,7d	8,8p	-15,0	1,7	:	34,1	7,4p
IT	1,6	17,6	:	2,7	-3,9	0,5	26,1	-1,9	-0,6	-2,6	7,6	0,4	0,4	11,2p	-0,3	-4,6	4,4	41,3	12,2p
CY	4,2p	20,9p	:	-7,9	-95,1	50,0	1017,8	-4,2p	-3,7	2,1	0,9p	0,7p	0,4p	30,7p	-8,9	1,0p	5,7p	107,5	12,1p
LV	4,6	20,9	0,5p	1,5	-7,6	3,8	59,0	-3,0	0,9	2,9	3,4	0,9	4,7	5,6p	7,7	14,0	1,9	22,2	8,9p
LT	4,1	19,2	0,9	2,1	-7,9	2,4	40,9	-3,0	1,5	4,8	5,9	8,3	4,7	3,2p	8,9	19,0	2,7	22,4	10,7p
LU	1,5	18,9	:	4,5	-3947,3	-264,1	8263,3	-2,8	0,1	19,5	-0,1	-7,2	-1,8	0,7p	14,9	18,0	3,2	65,9	13,2p
HU	4,1	22,2	1,4	4,2	-8,1	-9,3	211,0	-3,8	0,7	6,3	3,3	-0,6	2,1	8,4p	6,3	35,8	2,8	18,8	9,7p
MT	6,7	21,1	0,6	14,3	229,6	27,3	1627,0	-8,9	1,4	6,2	2,7	-1,5	1,4	3,1p	4,8	17,5p	4,8	50,4	13,5p
NL	2,9p	20,5p	:	10,4	-29,5	39,4	615,5	-0,8p	-0,5	-3,3	1,7p	0,0p	0,7p	2,1p	-2,5	17,0	4,4p	104,5p	16,7p
AT	2,6	23,6	3,2p	1,9	-4,1	3,7	66,7	-2,1	2,1	-2,3	1,9	-0,6	0,8	3,5p	5,7	19,9	4,4	50,4	11,6p
PL	4,8	17,7	1,0	1,4	-20,7	2,0	49,7	-2,0	-3,0	22,7	6,1	4,2	3,4p	6,6p	1,7	7,4	2,8	34,9	8,8p
PT	2,8p	16,6p	1,3p	1,4	-60,9	4,6	79,6	-2,1p	0,9	9,5	7,3p	2,5p	-0,5p	13,3p	-8,2	20,6	2,8p	68,9	10,6p
RO	7,3p	22,6p	:	-2,0	-5,8	2,8	44,5	-1,3p	-5,0	30,9	3,6p	4,4p	4,3p	6,6p	32,8	15,6	:	16,1	9,6p
SI	4,9	18,5	:	6,4	-17,7	2,2	37,3	-2,6	-1,4	13,3	3,6	5,4	1,9	9,2p	1,1	12,5	2,1	27,1	8,0p
SK	3,2	21,4	0,9	-1,1	-15,1	6,3	72,4	-3,5	-1,5	1,9	-1,6	0,6	1,0	3,7p	2,0	19,0	2,7	40,6	9,3p
FI	2,8	22,1	2,8	-0,6	6,1	5,8	55,0	-1,6	-1,0	-8,6	5,5	2,2	1,6	1,2p	5,4	2,0	6,4	67,1	18,9p
SE	2,1	25,0	3,3	3,2	-7,0	5,8	4,2	-0,9	-3,9	-8,6	1,2	-2,1	-0,2	1,3p	5,6	30,7	5,7	88,2	16,5p
UK	1,7	17,2	1,7p	-3,8	-5,3	2,5	76,5	-0,6	-6,7	-5,4	5,3	0,4	0,7	1,5p	5,0	18,5	4,0	86,2	15,0p

d: Definición diferente. e: Estimación. p: Provisional.

1) La fecha límite oficial de transmisión de los datos de 2017 relativos al Gasto interno bruto en I+D es el 31 de octubre de 2018, mientras que los datos se extrajeron el 24 de octubre de 2018. 2) Índice de precios de la vivienda, e = datos del BC de EL. 3) La productividad laboral de HR d: los datos de empleo utilizan el concepto «nacional» en lugar del concepto «interno» Fuente: Comisión Europea, Eurostat y DG Asuntos Económicos y Financieros (para el Tipo de cambio efectivo real), Banco Central Europeo (para los Préstamos no productivos brutos de entidades nacionales y extranjeras Apalancamiento bancario, entidades nacionales y extranjeras, datos consolidados), Fondo Monetario Internacional. Perspectivas de la Economía Mundial (para las Exportaciones mundiales en bienes y servicios en volumen).

Cuadro 2.1 (continuación): Indicadores auxiliares, 2017

Año 2017	**Tasa de desempleo** (variación porcentual 1 año)	**Tasa de actividad** (% de la población total de 15-64 años)	**Tasa de desempleo de larga duración** (% de la población activa de 15-74 años)	**Tasa de desempleo juvenil** (% de la población activa de 15-24 años)	**Jóvenes que ni trabajan ni estudian ni reciben formación** (% de la población total de 15-24 años)		**Personas en riesgo de pobreza y/o exclusión social** (% de la población total)		**Personas en riesgo de pobreza tras las transferencias sociales** (% de la población total)		**Personas en situación de privación material grave** (% de la población total)		**Personas que viven en hogares con muy baja intensidad de trabajo** (% de la población total de 0-59 años)	
					%	Variación en puntos porcentuales (3 años)	%	Variación en puntos porcentuales (3 años)	%	Variación en puntos porcentuales (3 años)	%	Variación en puntos porcentuales (3 años)	%	Variación en puntos porcentuales (3 años)
BE	1,4	68,0r	3,5r	19,3r	9,3r	-2,7r	20,3	-0,9	15,9	0,4	5,1	-0,8	13,5	-1,1
BG	1,8p	71,3	3,4	12,9	15,3	-4,9	38,9	-1,2r	23,4	1,6	30,0	-3,1	11,1	-1,0
CZ	1,6	75,9	1,0	7,9	6,3	-1,8	12,2	-2,6	9,1	-0,6	3,7	-3,0	5,5	-2,1
DK	1,6	78,8r	1,3r	11,0	7,0r	1,2r	17,2	-0,7	12,4	0,3	3,1	-0,1	10,0	-2,2
DE	1,4	78,2	1,6	6,8	6,3	-0,1	19,0	-1,6	16,1	-0,6	3,4	-1,6	8,7	-1,3
EE	2,7	78,8	1,9	12,1	9,4	-2,3	23,4	-2,6r	21,0	-0,8	4,1	-2,1	5,8	-1,8r
IE	2,9	72,7	3,0	14,4	10,9r	-4,4r	:	:	:	:	:	:	:	:
EL	1,5p	68,3	15,6	43,6	15,3	-3,8	34,8	-1,2	20,2	-1,9	21,1	-0,4	15,6	-1,6
ES	2,6p	73,9	7,7	38,6	13,3	-3,8r	26,6	-2,6	21,6	-0,6	5,1	-2,0	12,8	-4,3
FR	1,1p	71,5	4,2	22,3	11,5	0,3r	17,1	-1,4	13,3	0,0	4,1	-0,7	8,1	-1,5
HR	2,2s	66,4	4,6	27,2	15,4	-3,9	26,4	-2,9	20,0	0,6	10,3	-3,6	12,2	-2,5
IT	1,2	65,4	6,5	34,7	20,1	-2,0	28,9	0,6	20,3	0,9	10,1	-1,5	11,8	-0,3
CY	3,9p	73,9	4,5	24,7	16,1	-0,9	25,2	-2,2	15,7	1,3	11,5	-3,8	9,4	-0,3
LV	0,0	77,0	3,3	17,0	10,3	-1,7	28,2	-4,5	22,1	0,9	11,3	-7,9	7,8	-1,8
LT	-0,5	75,9	2,7	13,3	9,1	-0,8	29,6	2,3	22,9	3,8	12,4	-1,2	9,7	0,9
LU	3,4	70,2	2,1	15,4	5,9	-0,4	21,5	2,5	18,7	2,3	1,2	-0,2	6,9	0,8
HU	2,0	71,2	1,7	10,7	11,0	-2,6	25,6	-6,2	13,4	-1,6	14,5	-9,5	6,6	-6,2
MT	5,2	72,2	1,6	11,3	8,6r	-1,7r	19,2	-4,6	16,8	0,9	3,3	-6,9	6,7	-3,1
NL	2,2p	79,7	1,9	8,9	4,0	-1,5	17,0	0,5	13,2	1,6	2,6	-0,6	9,5	-0,7
AT	1,7	76,4	1,8	9,8	6,5	-1,2	18,1	-1,1	14,4	0,3	3,7	-0,3	8,3	-0,8
PL	1,4p	69,6	1,5	14,8	9,5	-2,5	19,5	-5,2	15,0	-2,0	5,9	-4,5	5,7	-1,6
PT	3,3p	74,7	4,5	23,8	9,3	-3,0	23,3	-4,2	18,3	-1,2	6,9	-3,7	8,0	-4,2
RO	2,8p	67,3	2,0	18,3	15,2	-1,8	35,7	-4,6	23,6	-1,5	19,7	-6,2	6,9	-0,3
SI	2,9	74,2	3,1	11,2	6,5	-2,9	17,1	-3,3	13,3	-1,2	4,6	-2,0	6,2	-2,5
SK	2,2	72,1	5,1	18,9	12,1	-0,7	16,3	-2,1	12,4	-0,2	7,0	-2,9	5,4	-1,7
FI	1,2	76,7	2,1	20,1	9,4	-0,8	15,7	-1,6	11,5	-1,3	2,1	-0,7	10,7	0,7
SE	2,3	82,5	1,2	17,8	6,2	-1,0	17,7	-0,5	15,8	0,2	1,1	0,1	8,8	-0,2
UK	1,0	77,6	1,1	12,1	10,3	-1,6	:	:	:	:	4,9p	-2,5p	:	:

e: estimación. P: provisional. R: ruptura de la serie temporal

1) La fecha límite oficial de transmisión de los datos de 2017 relativos a las Personas en riesgo de pobreza y/o exclusión social es el 31de octubre de 2018, mientras que los datos se extrajeron el 24 de octubre de 2018. 2) CLU y productividad laboral para HR d: os datos de empleo utilizan el concepto «nacional» en lugar del concepto «interno» . 3) Los indicadores de la encuesta de la Fuerza de Trabajo para IE: ntroducción de la nueva Encuesta de las Fuerzas de Trabajo en sustitución de la Encuesta Trimestral Nacional de los Hogares como fuente de datos.

Fuente: Comisión Europea, Eurostat