COMISIÓN
EUROPEA

Bruselas, 18.11.2020
COM(2020) 745 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 2021

(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(2020) 275 final}

El presente Informe sobre el Mecanismo de Alerta (IMA) inicia el décimo ciclo anual del procedimiento de desequilibrio macroeconómico (PDM). El procedimiento tiene por objeto detectar, prevenir y corregir los desequilibrios que dificultan el buen funcionamiento de las economías de los Estados miembros, de la unión económica y monetaria o de la Unión en su conjunto, así como estimular las respuestas políticas adecuadas. La aplicación del PDM se integra en el Semestre Europeo para la coordinación de políticas económicas, con el fin de garantizar la coherencia con los análisis realizados y las recomendaciones formuladas en el marco de otros instrumentos de supervisión económica [artículos 1 y 2 del Reglamento (UE) n.º 1176/2011]. [1]

El ciclo de supervisión del semestre europeo de este año, incluida la aplicación del PDM, está siendo adaptado a la luz de la creación del Mecanismo de Recuperación y Resiliencia (MRR). La Estrategia Anual de Crecimiento Sostenible, adoptada a mediados de septiembre de 2020, hizo balance de la situación económica y social en Europa, fijó las prioridades políticas generales de la UE y facilitó orientación estratégica para la aplicación del MRR.

El análisis del IMA se basa en la lectura económica de un cuadro de indicadores básicos, complementado por un conjunto más amplio de indicadores auxiliares, herramientas analíticas, marcos de evaluación e información adicional pertinente, incluyendo datos y previsiones de publicación reciente. El IMA de este año incluye una evaluación prospectiva reforzada de los riesgos para la estabilidad macroeconómica y para la evolución de los desequilibrios macroeconómicos. Asimismo, incorpora un análisis de las implicaciones de los desequilibrios de los Estados miembros para la zona del euro.

En el IMA se indican los Estados miembros respecto de los cuales deben llevarse a cabo exámenes exhaustivos con el fin de evaluar si sufren desequilibrios que requieren la aplicación de medidas (artículo 5 del Reglamento (UE) n.º 1176/2011). Teniendo en cuenta los debates sobre el IMA con el Parlamento Europeo y en el seno del Consejo y del Eurogrupo, la Comisión elaborará exámenes exhaustivos relativos a los Estados miembros pertinentes. Los exámenes exhaustivos se publicarán en la primavera de 2021 y servirán de base para la evaluación de la Comisión relativa a la existencia y la gravedad de los desequilibrios macroeconómicos y para la detección de lagunas políticas.

1. RESUMEN

El presente Informe sobre el Mecanismo de Alerta (IMA) se lleva a cabo en el contexto de la crisis de la COVID-19. Habida cuenta del rápido y pronunciado cambio en las condiciones económicas ocasionado por la crisis de la COVID-19, la lectura económica del presente informe incluye una evaluación prospectiva reforzada de los riesgos para la estabilidad macroeconómica y para la evolución

[1] El 31 de enero de 2020, el Reino Unido abandonó la Unión Europea según lo establecido en el Acuerdo sobre la Retirada del Reino Unido de Gran Bretaña e Irlanda del Norte de la Unión Europea y de la Comunidad Europea de la Energía Atómica [en lo sucesivo «Acuerdo de Retirada», (DO C 384 I de 12.11.2019, p. 1)], y el Derecho de la Unión sigue aplicándose al Reino Unido y en su seno durante el período transitorio, que termina el 31 de diciembre de 2020.

de los desequilibrios macroeconómicos. A tal efecto, es necesario mirar más allá de los datos finales anuales del cuadro de indicadores del IMA que, en el IMA de este año, abarca hasta 2019. Así, el informe de este año recurre en mayor medida —en comparación con años anteriores— a las previsiones y a los datos de alta frecuencia para calibrar las posibles implicaciones de la crisis de la COVID-19[2].

El actual ciclo de supervisión del semestre europeo está siendo adaptado para garantizar la coherencia y la aplicación efectiva del Mecanismo de Recuperación y Resiliencia (MRR), **lo cual afectará también a la aplicación del procedimiento de desequilibrio macroeconómico (PDM).** La Estrategia Anual de Crecimiento Sostenible (EACS) de 2021, adoptada a mediados de septiembre, puso en marcha el ciclo del semestre europeo de este año y estableció la orientación estratégica para la aplicación del MRR[3]. Este prevé que los Estados miembros adopten planes de recuperación y resiliencia que prevean reformas e inversiones para hacer frente a los principales desafíos económicos y que estén en consonancia con las prioridades de la UE, que incluyen las recomendaciones específicas por país dirigidas a los Estados miembros en los últimos años y, en particular, en los ciclos del semestre de 2019 y 2020. Por tanto, el MRR supone una oportunidad para los Estados miembros de aplicar reformas y realizar inversiones que vayan en la línea de las recomendaciones relacionadas con los procedimientos de desequilibrio macroeconómico que abordan las causas estructurales subyacentes que generan desde hace tiempo los desequilibrios macroeconómicos existentes. No se está llevando a cabo una supervisión específica de las respuestas políticas a los desequilibrios macroeconómicos existentes en el otoño de 2020, pero dicha supervisión se producirá en el contexto de la evaluación de los planes de recuperación y resiliencia[4]. La próxima ronda de exámenes exhaustivos, que se publicará en la primavera de 2021 junto con la evaluación de los programas de estabilidad y convergencia, estudiará detalladamente la gravedad y la evolución de los desequilibrios ya detectados e indagará sobre los riesgos de que surjan nuevos desequilibrios[5].

La mayor parte de los desequilibrios macroeconómicos existentes fueron experimentando un proceso de corrección en un contexto de condiciones macroeconómicas favorables hasta el estallido de la crisis de la COVID-19. Los *desequilibrios de flujo*, como los actuales déficits por cuenta corriente excesivamente elevados o el vigoroso crecimiento del crédito, fueron corregidos en los años siguientes a la crisis financiera de 2008 en un contexto de desapalancamiento general del sector privado. La expansión económica que comenzó en 2013 sirvió de apoyo a la corrección de los *desequilibrios de stock*, que comenzó más tarde y ha progresado más lentamente, mediante el impulso de la reducción de las ratios de deuda privada, pública y exterior en porcentaje del PIB y mediante el fortalecimiento de los balances de las entidades bancarias. Al mismo tiempo, en los últimos años, la

---

[2] En el Reglamento (UE) n.º 1176/2011 se indica explícitamente que el análisis del IMA recurrirá a otra información pertinente. (artículo 3, apartado 2). Los datos del cuadro de indicadores figuran en los cuadros 1 y 2, al final de este informe. El presente informe va acompañado de un anexo estadístico.

[3] COM(2020) 575 final, Estrategia Anual de Crecimiento Sostenible 2021, disponible en: https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/es/IP_20_1658

[4] En el caso de los Estados miembros respecto de los que se hayan detectado desequilibrios, el seguimiento específico supone una supervisión específica de los avances de las medidas adoptadas para hacer frente a los desequilibrios que se añade a la supervisión que tiene lugar en el ciclo del Semestre Europeo. En años anteriores, el seguimiento específico se llevó a cabo en otoño.

[5] En lo que respecta a los Estados miembros con desequilibrios o desequilibrios excesivos este mes de febrero, los comentarios específicos por país en el IMA de este año (sección 5) resumen también las últimas recomendaciones específicas por país relacionadas con el procedimiento de desequilibrio macroeconómico y las medidas adoptadas por dichos países para ponerlas en práctica.

expansión económica ha acarreado cierto riesgo de recalentamiento, especialmente en lo relativo a la dinámica de los precios de la vivienda y la evolución en materia de competitividad de costes, sobre todo en aquellos países en que el crecimiento económico ha sido vigoroso.

Una serie de desequilibrios macroeconómicos ya existentes se están viendo agravados por la crisis de la COVID-19 y podrían surgir nuevos riesgos. En particular, las ratios de deuda pública y privada en porcentaje del PIB van en aumento. En adelante, el reembolso de la deuda del sector privado podría estar en riesgo debido a unos niveles moderados de actividad económica, a las quiebras y a un mercado laboral debilitado. Toda esta deuda morosa afectaría a los balances de las entidades bancarias y menoscabaría aún más su rentabilidad. Al mismo tiempo, se espera que vaya perdiendo fuelle la dinámica excesivamente vigorosa de los costes laborales y de los precios de la vivienda por la que se ha caracterizado el pasado reciente, pero pueden surgir preocupaciones en caso de que dicho ajuste dé lugar a correcciones a la baja excesivas, especialmente si estas afectan al precio de la vivienda en los Estados miembros en que los hogares estén ya altamente endeudados.

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

- **Es probable que la incidencia de la crisis de la COVID-19 en las balanzas por cuenta corriente de la mayoría de los Estados miembros no sea importante.** Los déficits por cuenta corriente siguen siendo moderados en la mayor parte de los países. Persisten algunos superávits por cuenta corriente considerables, si bien estos se han ido reduciendo los últimos años. Se prevé que las balanzas por cuenta corriente cambien relativamente poco con la crisis de la COVID-19. Esto contrasta de manera acusada con lo que sucedió durante la crisis financiera mundial; en aquel entonces, los déficits de los países de la UE eran importantes y la crisis impulsó su corrección. Sin embargo, la estabilidad de las actuales cifras de la balanza por cuenta corriente oculta grandes cambios en la contribución de los diferentes sectores a la posición exterior global, dado que los importantes incrementos en la capacidad neta de financiación del sector privado se están viendo compensados por un considerable empeoramiento de la capacidad neta de financiación de los Estados en sus esfuerzos por amortiguar el impacto de la crisis.
- **Se espera que las mejoras en los últimos años de la posición de inversión internacional neta (PIIN) de la mayoría de los Estados miembros no continúen.** Si bien sigue existiendo un gran *stock* de desequilibrios externos en varios Estados miembros, las mejoras en la PIIN continuaron durante 2019 en la mayoría de los países de la UE, impulsadas por saldos de la balanza por cuenta corriente superiores a los niveles de estabilización de la PIIN, por el crecimiento del PIB y, en algunos casos, por importantes efectos positivos de valoración. Se espera que, de cara al futuro, dejen de producirse mejoras en la ratio PIIN/PIB debido a la gran contracción del PIB en 2020 y a unos saldos de la balanza por cuenta corriente relativamente estables.
- **Al comenzar la crisis de la COVID-19 se hicieron notar tensiones en la financiación exterior de algunos de los Estados miembros no pertenecientes a la zona del euro.** Los movimientos de capital y los tipos de cambio de algunos Estados miembros no pertenecientes a la zona del euro se vieron sujetos a presiones del mercado durante un breve período a finales de marzo y en abril debido a una mayor aversión al riesgo. Desde entonces, estas presiones han disminuido en un contexto de mejora de los resultados en los mercados financieros.
- **La incidencia de la crisis de la COVID-19 en el mercado de trabajo ha sido, por ahora, relativamente baja en comparación con la escala de la recesión, gracias, entre otras cosas, a medidas políticas como los regímenes de reducción del tiempo de trabajo, pero se espera que aumente el desempleo.** La crisis ha puesto fin a años de mejora en los mercados de trabajo de toda la UE. Hasta la fecha, lo que ha causado ha sido, sobre todo, una reducción en el

promedio de horas trabajadas por persona empleada, pero el desempleo solo ha aumentado ligeramente. Este fenómeno, consistente en el mantenimiento preventivo del personal, que ha caracterizado a muchas economías de la UE en 2020, se debe en gran medida a las iniciativas de financiación pública para preservar el empleo, en particular los regímenes temporales de reducción del tiempo de trabajo. Sin embargo, se espera que el desempleo aumente con cierto desfase, tal como suele ocurrir tras las recesiones. En particular, existen riesgos de pérdidas importantes de empleo en los sectores fuertemente afectados por la pandemia, que dependerán de la duración de sus efectos y del vigor de la respuesta política.

- **Los costes laborales unitarios (CLU) han ido aumentando en varios países de la UE durante los últimos años debido a los incrementos salariales y a un débil crecimiento de la productividad, pero se espera que, a partir de ahora, empiecen a moderarse, tras experimentar un fuerte incremento en 2020.** En varios países bálticos y de Europa central y del este se ha registrado una dinámica vigorosa de los CLU en un contexto de crecimiento económico robusto durante los últimos años. Se prevé que el descenso en la productividad laboral, debido a la caída de la producción al tiempo que se mantienen los empleos, cause un aumento de los CLU en 2020, a pesar de una marcada ralentización del crecimiento salarial. En 2021, se espera que la recuperación gradual prevista de la actividad económica conlleve una recuperación de la productividad general, lo cual compensaría parcialmente el incremento de los CLU en 2020.

- **Se prevé que la deuda de las empresas aumente considerablemente de manera general en 2020, debido especialmente a las necesidades de liquidez.** El endeudamiento para financiar el capital circulante subió considerablemente a raíz del brote de COVID-19, y el crédito a las sociedades no financieras (SNF) se ha incrementado en la mayoría de los países. Las garantías de créditos han ayudado a las empresas a endeudarse en apoyo de sus operaciones y también a reforzar sus posiciones de capital. Las moratorias del pago de la deuda han contribuido igualmente al incremento de la deuda. Se espera que los crecientes niveles de deuda, combinados con la importante caída del PIB en 2020, incrementen fuertemente las ratios de deuda/PIB, especialmente a corto plazo. En adelante, es probable que la dinámica de las ratios de deuda en porcentaje del PIB mejore con la recuperación, pero el servicio de la deuda podría ser difícil, especialmente en los sectores afectados de forma más duradera por la pandemia. Esto afectaría también a los balances de los prestamistas.

- **La dinámica de la deuda de los hogares parece relativamente moderada.** Antes de la crisis de la COVID-19, el crédito a los hogares comenzó a crecer de nuevo a un ritmo dinámico en una serie de países, tras años de desapalancamiento o de dinámicas relativamente moderadas. La evolución del *stock* de la deuda de los hogares parece estar desacelerándose ligeramente en 2020. Esto está sucediendo a pesar del efecto de las moratorias de la deuda, que han aliviado las dificultades de liquidez de los hogares endeudados y han reducido el ritmo de los reembolsos. Las ratios de deuda de los hogares en porcentaje del PIB están creciendo de forma automática en 2020 debido a la caída del PIB. Al mismo tiempo, el ahorro de las familias ha aumentado en un contexto de reducción importante del consumo. Las perspectivas de reembolso de la deuda de los hogares están en el aire debido al deterioro en el mercado de trabajo.

- **El crecimiento en el precio de la vivienda siguió siendo robusto hasta entrado 2020, con aceleraciones en algunos países, pero parece probable una moderación e incluso es posible una corrección a la baja.** En 2019, los precios de la vivienda siguieron creciendo a ritmos elevados, incluido en una serie de países en los que se manifestaban riesgos de sobrevaloración. Cabe esperar que la incidencia de la crisis en las perspectivas del empleo y de la renta de los hogares redunde en una moderación de la dinámica de los precios de la vivienda. Los últimos

datos trimestrales apuntan ya a un enfriamiento de los mercados de la vivienda en más de la mitad de los países de la UE. Las previsiones de crecimiento del precio de la vivienda sugieren correcciones a la baja en una gran mayoría de Estados miembros durante el período 2020-2021.

- **Tras haber seguido una tendencia a la baja en los últimos años como consecuencia de un crecimiento del PIB nominal más robusto, la deuda pública está aumentando rápidamente en todos los Estados miembros, especialmente en aquellos en los que el impacto de la crisis de la COVID-19 ha sido más grave.** En los últimos años, la deuda pública ha seguido disminuyendo en la mayoría de los Estados miembros, mientras que en algunos países con alto nivel de deuda la disminución ha sido inexistente o limitada. Durante la crisis, los Gobiernos de toda la UE han dejado que funcionen los estabilizadores automáticos y han proporcionado apoyo presupuestario y de liquidez directo para mitigar la crisis sanitaria y contrarrestar la reducción del gasto del sector privado. Las ratios de deuda pública están aumentando más allí donde los niveles de deuda anteriores a la crisis eran ya más altos, lo cual refleja también el hecho de que la recesión ha sido más profunda en tales países. Una flexibilización excepcional de la política monetaria y varias iniciativas a nivel de la UE y de la zona del euro han mantenido los costes de financiación en niveles históricamente bajos y han fomentado la confianza. Mientras que algunos países han aprovechado la alta liquidez y la demanda por parte de los inversores para ampliar la estructura de vencimientos de su deuda soberana, la estructura de la deuda pública puede conllevar riesgos para otros, especialmente debido a las estructuras de vencimientos a corto plazo y a los altos porcentajes de deuda denominada en monedas extranjeras.

- **Las condiciones en el sector bancario han mejorado en los últimos años, pero la conmoción causada por la COVID-19 podría poner a prueba la resiliencia del sector bancario de la UE.** Las condiciones en el sector bancario han mejorado considerablemente desde la crisis financiera global, con unas ratios de capital más elevadas y unos colchones de liquidez más resistentes que hace una década. Sin embargo, el sector bancario se ha seguido viendo afectado por unos bajos niveles de rentabilidad en un entorno de tipos de interés bajos y, en unos pocos países, por unos niveles aún relativamente altos de préstamos dudosos. La abundante liquidez facilitada por los bancos centrales ha contribuido a evitar una contracción del crédito tras el brote de COVID-19; asimismo, la suspensión del pago de dividendos y una cierta flexibilidad normativa temporal están dando también un cierto margen de maniobra a los bancos. Se espera que esta crisis haga mella en la calidad de los activos y en las perspectivas de rentabilidad. Las crecientes dificultades en el reembolso de la deuda que experimentan empresas y hogares resultarían en préstamos dudosos de cara al futuro, especialmente una vez que expiren las moratorias de la deuda. Las correcciones a la baja en los precios de la vivienda pueden afectar a las valoraciones de las garantías y, por consiguiente, a los balances de las entidades bancarias.

La conmoción causada por la COVID-19 está exacerbando los desequilibrios existentes en la zona del euro, lo cual pone de relieve la necesidad de hacer el mejor uso posible de las medidas de apoyo de la UE. Según las previsiones económicas de otoño de 2020 de la Comisión, los Estados miembros más afectados económicamente por la crisis de la COVID-19, ya sea debido a la gravedad de la pandemia o a la dependencia de sectores altamente expuestos, se caracterizan por tener unos *stocks* de deuda pública y exterior relativamente importantes. Así, la crisis de la COVID-19 parece estar acentuando las tendencias existentes en la zona del euro en cuanto al endeudamiento exterior e interior. En un pasado reciente, varios de los países gravemente afectados por la crisis de la COVID-19 se han caracterizado por un crecimiento potencial muy débil. Por consiguiente, la pandemia también podría estar exacerbando las divergencias económicas. Paralelamente, a pesar de la gran caída de la demanda mundial, se prevé actualmente que el superávit comercial de la zona del euro en su conjunto se mantenga, lo cual pone de manifiesto que podría existir más margen para incrementar la demanda

interna al nivel agregado de la zona del euro para fomentar la recuperación, apoyando al mismo tiempo los esfuerzos del BCE por alcanzar el objetivo de inflación. En vista del creciente endeudamiento en todos los Estados miembros, el MRR y otros instrumentos de apoyo financiero creados en la zona del euro y a nivel de la UE —incluidos el SURE, REACT-EU y una mayor flexibilidad en la utilización de los demás fondos de la UE— pueden ayudar a los Estados miembros a crear las condiciones para una recuperación duradera y fortalecer la resiliencia. De cara al futuro, es importante que las medidas políticas de apoyo, las reformas y las inversiones llevadas a cabo en la zona del euro se combinen de manera que permita hacer frente con eficacia a los desequilibrios macroeconómicos, en particular cuando estos son excesivos.

En general, con la crisis de la COVID-19 los riesgos parecen ir en aumento en aquellos países en los que ya se habían detectado desequilibrios (excesivos). En cierta medida, la crisis de la COVID-19 supone un retroceso en la reducción gradual de los desequilibrios en muchos Estados miembros, impulsada principalmente por la expansión económica desde 2013. Al mismo tiempo, las presiones de recalentamiento preexistentes relacionadas con el fuerte crecimiento de los precios de la vivienda y de los costes laborales unitarios no parecen, en estos momentos, suponer un riesgo importante a medio plazo, y podrían incluso experimentar correcciones a la baja. Si bien las presiones sobre los flujos de capital y los tipos de cambio en 2020 han resultado ser pasajeras —hasta ahora—, el clima en los mercados podría seguir siendo volátil. Por tanto, la supervisión ha de centrarse en los países en que los riesgos parecen ir en aumento, que suelen ser justo aquellos países en los que ya se han detectado desequilibrios. Además, es necesario supervisar de cerca la evolución de los acontecimientos en otros Estados miembros —incluido en algunas economías no pertenecientes a la zona del euro— en los que las preocupaciones acerca de la sostenibilidad de la balanza de pagos generaron presiones de mercado durante la primavera, así como en los Estados miembros con altos niveles de deuda.

El incremento en 2020 de las ratios de la deuda privada y pública en porcentaje del PIB hace necesario un estrecho seguimiento, pero no requiere, en estos momentos, la realización de nuevos exámenes exhaustivos. Los riesgos para los desequilibrios macroeconómicos, especialmente los vinculados al incremento de las ratios deuda/PIB, se están agravando, especialmente en aquellos países en los que ya se había detectado desequilibrios o desequilibrios excesivos. Los considerables incrementos de las ratios deuda/PIB en 2020 están vinculados en gran medida al efecto automático de las recesiones temporales pero importantes, que reducen el denominador de dichas ratios. Estos incrementos en la deuda pública y de las empresas también están vinculados a la reacción de ajuste a la gran perturbación puntual causada por la COVID-19 y a los resultados de los esfuerzos políticos deliberados y temporales (relacionados, a su vez, con medidas como las garantías bancarias y las moratorias de los reembolsos) destinados a amortiguar el impacto de la crisis y a evitar unas repercusiones aún mayores de la pandemia en la actividad económica, los ingresos y la estabilidad macroeconómica de cara al futuro. Evitar que la recesión se agrave y se enquiste es una respuesta necesaria para mejorar las perspectivas en materia de deuda, aunque implique aumentos temporales del endeudamiento.

Se prepararán exámenes exhaustivos para los Estados miembros en los que ya se han detectado desequilibrios o desequilibrios excesivos. En consonancia con la práctica prudencial consolidada, se llevarán a cabo exámenes exhaustivos para evaluar si los desequilibrios existentes se están corrigiendo, persisten o se agravan, haciendo balance al mismo tiempo de las medidas correctoras aplicadas. Así pues, se prevé preparar exámenes exhaustivos para los doce Estados miembros en los que se detectaron

desequilibrios o desequilibrios excesivos a la luz de las conclusiones de los exámenes exhaustivos de febrero de 2020[6]. Actualmente, se considera que hay nueve Estados miembros con desequilibrios (**Croacia, Francia, Alemania, Irlanda, Países Bajos, Portugal, Rumanía, España**, y **Suecia**); por otra parte, se considera que **Chipre, Grecia**, e **Italia** tienen desequilibrios excesivos.

Este IMA hace hincapié en la posibilidad de que se den situaciones de riesgo en una serie de Estados miembros que no serán objeto de exámenes exhaustivos. A raíz del brote de COVID-19, han aparecido riesgos en algunos países no pertenecientes a la zona del euro vinculados a la financiación exterior. Hungría parece ser un caso en el que la interacción entre el endeudamiento público y la financiación exterior han de supervisarse[7]. La deuda pública está financiada parcialmente en moneda extranjera, lo cual refleja la naturaleza abierta de la economía y el hecho de que parte de los ingresos de los sectores público y privado son en moneda extranjera. Sin embargo, la deuda pública tiene plazos de vencimiento muy breves y con participaciones pertinentes del sector bancario nacional, mientras que las reservas oficiales a principios de 2020 eran cercanas a los mínimos prudenciales. Si bien las presiones del mercado han disminuido desde la primavera y, actualmente, no existen indicios sólidos de que existan riesgos de desequilibrios, estos riesgos pueden resurgir en el futuro y, por lo tanto, requieren un estrecho seguimiento. Las implicaciones del crecimiento de las ratios deuda/PIB también merecen ser objeto de seguimiento en varios Estados miembros que, actualmente, no están sujetos a supervisión en el marco del procedimiento de desequilibrio macroeconómico (PDM). Se espera que tanto la deuda pública como la privada sigan creciendo por encima de los umbrales del PDM. Los Estados miembros en los que se prevé que la deuda privada vaya en aumento y supere el umbral son Dinamarca, Finlandia y Luxemburgo. Se espera que la deuda pública siga creciendo hasta superar el 60 % del PIB en Austria y Eslovenia. Existe gran incertidumbre en cuanto a la medida en que estas tendencias entrañan riesgos adicionales para la estabilidad macroeconómica, especialmente en vista de la necesidad de tener también en cuenta las perspectivas de crecimiento a medio y largo plazo y la manera en que estas se verán afectadas por las crisis de la COVID-19. Por tanto, si bien el incremento esperado de las ratios de deuda requiere un seguimiento estrecho, en estos momentos no es necesario llevar a cabo un examen exhaustivo respecto de Estados miembros adicionales.

2. UNAS PERSPECTIVAS ECONÓMICAS CAMBIANTES: IMPLICACIONES PARA LOS DESEQUILIBRIOS MACROECONÓMICOS DE LA ZONA DEL EURO

La pandemia de COVID-19 supuso una perturbación excepcional para la economía. El estallido de la pandemia se vio seguido por medidas restrictivas para limitar el contagio que empezaron en marzo de 2020, y que empezaron a suavizarse gradualmente a partir de mayo en la mayoría de los Estados miembros. Las medidas adoptadas fueron, en términos generales, proporcionales a la gravedad de la emergencia sanitaria, pero hubo diferencias importantes en función del país[8]. Debido a la pandemia de

[6] Véase «Semestre Europeo 2020: 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(2020) 150 final, de 26.2.2020]. Bulgaria fue también sometida a un examen exhaustivo en el mes de febrero, pero se llegó a la conclusión de que ya no experimentaba desequilibrios.

[7] La interacción entre las finanzas públicas y el sector exterior merece también ser objeto de análisis en el examen exhaustivo previsto para Rumanía.

[8] Véase https://ec.europa.eu/info/files/policy-measures-against-spread-coronavirus_es. Véase también: Fondo Monetario Internacional, Monitor Fiscal, octubre de 2020.

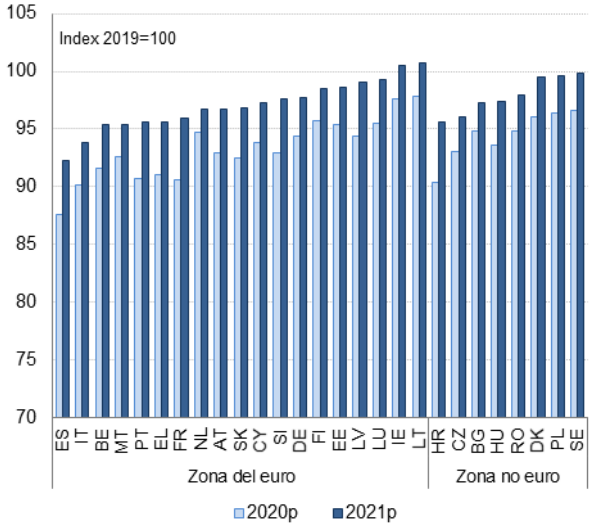
COVID-19, una enorme perturbación de la demanda que afectó al consumo se vio agravada por restricciones de la oferta durante los confinamientos. La dinámica del consumo continuó siendo moderada en comparación con las tendencias previas a la COVID, especialmente en las actividades del sector servicios, en las que el contacto humano es más difícil de evitar. La inversión sigue viéndose obstaculizada por una considerable incertidumbre. La reducción de los ingresos y del crecimiento del empleo, así como una dinámica del mercado de la exportación moderada, seguirán frenando la demanda de cara al futuro. Las perturbaciones en algunas cadenas de valor y las medidas de distanciamiento en el lugar de trabajo seguirán incidiendo en la oferta y haciendo mella en la productividad[9]. La UE y otras zonas del mundo experimentan en estos momentos un nuevo brote de la pandemia, cuya gravedad y duración son muy inciertas. En general, las previsiones del otoño de 2020 de la Comisión apuntan a una caída del PIB del –7,8 % en la zona del euro y del – 7,4 % en la UE en 2020. A pesar de la recuperación que se espera para 2021, se prevé que los niveles del PIB permanezcan por debajo de los niveles de 2019 anteriores a la crisis (Gráfico 1)[10]. [11]

Unas respuestas políticas excepcionales ayudaron a mitigar las consecuencias económicas de la crisis de la COVID-19. En toda la UE y en varias zonas importantes del mundo se tomaron medidas políticas de enorme calado con el fin de prevenir el hundimiento de los ingresos a raíz de las medidas restrictivas y de reducir el riesgo de pérdidas de empleo y quiebras de empresas a gran escala. Los Estados aportaron apoyo presupuestario mediante regímenes de reducción del tiempo de trabajo y una ayuda a la renta de los desempleados reforzada. Se introdujeron moratorias del pago de los impuestos y la amortización de las hipotecas. Se concedieron garantías de los préstamos bancarios a fin de evitar la restricción del crédito. El BCE adoptó una amplia gama de medidas de apoyo para preservar la estabilidad financiera y el buen funcionamiento de los mercados financieros, entre las que figuran la provisión de liquidez adicional para los bancos, unos menores requisitos en materia de garantías e importantes compras adicionales de activos de los sectores público y privado en el marco del programa de compra de activos y del programa temporal de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP). El Mecanismo Único de Supervisión (MUS) flexibilizó los requisitos normativos de los bancos de forma anticíclica. El Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE) puso a disposición de todos los Estados miembros de la zona del euro apoyo para afrontar la crisis pandémica basado en su línea de crédito con condiciones reforzadas. La UE y sus Estados miembros han creado tres redes de seguridad para los trabajadores, las empresas y los Estados: un fondo para el Instrumento Europeo de Apoyo Temporal para Atenuar los Riesgos de Desempleo en una Emergencia (SURE), el Fondo de Garantía Paneuropeo del Banco Europeo de Inversiones y el apoyo para afrontar la crisis pandémica del MEDE. La Comisión presentó propuestas relativas a nuevos instrumentos para impulsar la recuperación (Next Generation EU) que fueron acordados por el Consejo Europeo en julio, en particular un Mecanismo de Recuperación y Resiliencia de grandes dimensiones. Este mecanismo concede subvenciones y préstamos para fomentar las reformas y la inversión con el fin de incrementar el potencial de crecimiento, fortalecer la resiliencia económica y social y facilitar la doble transición ecológica y digital, en consonancia con los objetivos de la Unión a este respecto. Se adoptó una serie de medidas políticas adicionales, como la aceleración y un uso más flexible de los fondos de la UE restantes, la

[9] Véase: Fondo Monetario Internacional, «Perspectivas de la Economía Mundial», capítulo 2, octubre de 2020.
[10] Comisión Europea, «Previsiones Económicas Europeas, otoño de 2020», Documento institucional 136, noviembre de 2020.
[11] El Reino Unido no figura en los gráficos de las secciones que aparecen a continuación, ya que estos se refieren a la aplicación del PDM en 2021, que tendrá lugar tras la finalización del período de transición.

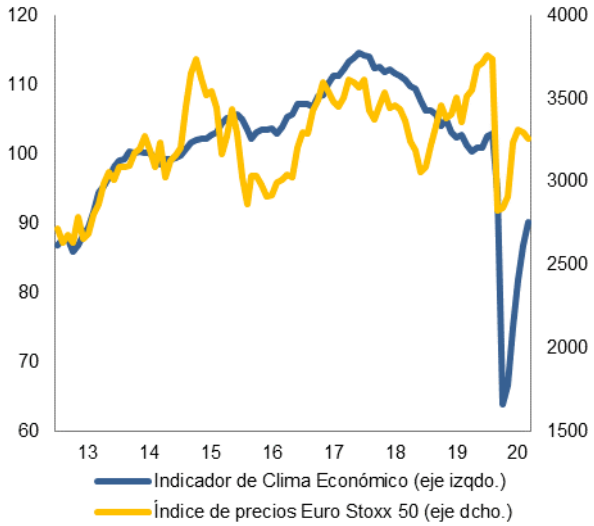
creación de un marco temporal relativo a las medidas de ayuda estatal y la activación de la cláusula general de salvaguardia en virtud del Pacto de Estabilidad y Crecimiento.

Gráfico 1: PIB a precios constantes en comparación con los niveles anteriores a la crisis



Fuente: previsiones económicas del otoño de 2020 de la Comisión Europea

Gráfico 2: Clima económico e índice bursátil, 2013-2020



Fuente: Comisión Europea y BCE, proporcionado por DataStream

El brote de COVID-19 se vio seguido por unas fuertes reacciones iniciales en los mercados financieros. Los mercados anticiparon una fuerte recesión poco después del estallido de la crisis de la COVID-19. Los mercados bursátiles se hundieron en un contexto de expectativas revisadas en materia de beneficios empresariales. Las valoraciones en los mercados de renta fija experimentaron una dinámica de huida hacia activos seguros, con unas primas de riesgo en aumento para las obligaciones estatales percibidas como más arriesgadas por los inversores y un incremento de los diferenciales de la renta fija privada, especialmente en los segmentos de baja calificación. La dinámica de los tipos de cambio reflejó las presiones sobre los mercados emergentes en un contexto de salidas de capital y de importantes correcciones a la baja en los precios del petróleo y los productos básicos. También se hicieron sentir algunas presiones a la baja en las monedas de algunos Estados miembros no pertenecientes a la zona del euro. También se percibieron tensiones de forma particular en algunas de las monedas y en el rendimiento de la deuda de Estados miembros no pertenecientes a la zona del euro que adoptaron regímenes de tipos de cambio flexibles en un contexto de incremento de la volatilidad de los flujos de capital. [12]

Las condiciones en los mercados financieros han mejorado considerablemente a raíz de las medidas de apoyo de los poderes públicos y se han disociado de las perspectivas económicas reales. Los mercados de valores y de obligaciones se han recuperado en un contexto de primas de riesgo decrecientes. Los mercados de divisas y de productos básicos se han estabilizado. Las pérdidas acumuladas a raíz del brote de COVID-19 se han reducido considerablemente y se ha contenido la volatilidad del mercado. En un contexto de intervenciones masivas, oportunas y creíbles por parte de los

[12] Véase también: BCE, «Revisión de la estabilidad financiera» de mayo de 2020; Banco de Pagos Internacionales, «Informe Económico Anual» de junio de 2020; y Fondo Monetario Internacional, «Informe sobre la Estabilidad Financiera Mundial», abril de 2020, actualización de junio de 2020 y octubre de 2020.

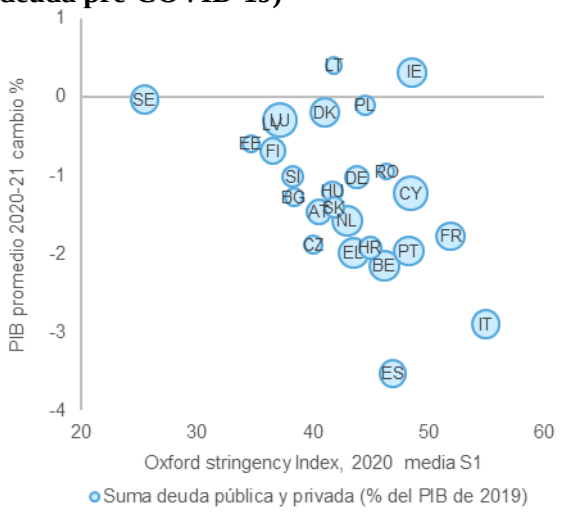
poderes públicos, los mercados financieros parecen haberse disociado de las perspectivas de la economía real, que sigue estando expuesta a importantes riesgos a la baja (Graph 2)[13].

Existe un alto grado de incertidumbre en cuanto a las perspectivas económicas relacionada con la evolución de la pandemia, así como respuestas políticas y cambios de comportamiento por parte de los actores económicos. Los efectos de las recesiones de la primavera de 2020 todavía no se han hecho sentir plenamente en lo relativo a sus implicaciones para el empleo, las quiebras y los balances de las entidades bancarias. La segunda ola de la pandemia, que está teniendo lugar en estos momentos, está incidiendo en las perspectivas de crecimiento a través de la introducción de nuevas medidas de contención. Se espera que estas afecten a la actividad y el sentimiento económicos a corto plazo y tengan efectos negativos sobre el consumo y la inversión, aunque en menor medida que en la primavera, ya que el enfoque ha sido, por el momento, más selectivo. Por consiguiente, tras un fuerte repunte en el tercer trimestre, el PIB de la UE parece ir camino del estancamiento en el cuarto trimestre de 2020. Además, podrían resurgir las tensiones comerciales y geopolíticas. Hasta ahora, la actitud de apoyo de las autoridades presupuestarias y monetarias ha sido considerada creíble por los mercados financieros, y una finalización prematura de las medidas políticas entrañaría riesgos. No cabe descartar ni una reevaluación de los riesgos ni la posibilidad de nuevos episodios de tensiones financieras, especialmente en aquellos países en que concurren un alto grado de endeudamiento, posiciones exteriores débiles y grandes necesidades de financiación que no es posible satisfacer a nivel nacional. En el lado positivo, unos progresos más rápidos en cuanto al control de la pandemia y la aplicación de políticas ambiciosas y coordinadas en la UE podrían permitir una recuperación más rápida.

La actual evolución de la economía tiene implicaciones para los desequilibrios macroeconómicos. Las ratios de deuda pública y privada en relación con el PIB están aumentando en la mayoría de los Estados miembros. Esto se debe tanto a los efectos automáticos de las recesiones, que reducen el denominador de las ratios deuda/PIB, como al aumento del endeudamiento por parte de los sectores público y privado para amortiguar el impacto de la crisis de la COVID-19. En última instancia, el empeoramiento de las perspectivas de la deuda pública y privada es un riesgo que podría afectar a los balances del sector financiero, que también se verían afectados directamente por la conmoción causada por la COVID-19 en forma de una menor rentabilidad. Al mismo tiempo, es probable que ahora las tendencias observadas en una serie de Estados miembros en cuanto al deterioro de la competitividad en materia de costes y precios y al fuerte crecimiento de los precios de la vivienda no se prolonguen. Sin embargo, esto plantea interrogantes sobre las implicaciones de la inversión de estas tendencias. En particular, una evolución débil o negativa de las rentas del trabajo puede ocasionar una menor capacidad de reembolso de los hogares, mientras que las correcciones a la baja de los precios de la vivienda, especialmente si se producen en países con altos niveles de deuda de los hogares y tienen lugar de forma desordenada, pueden afectar a los balances de las entidades bancarias al reducir el valor de las garantías.

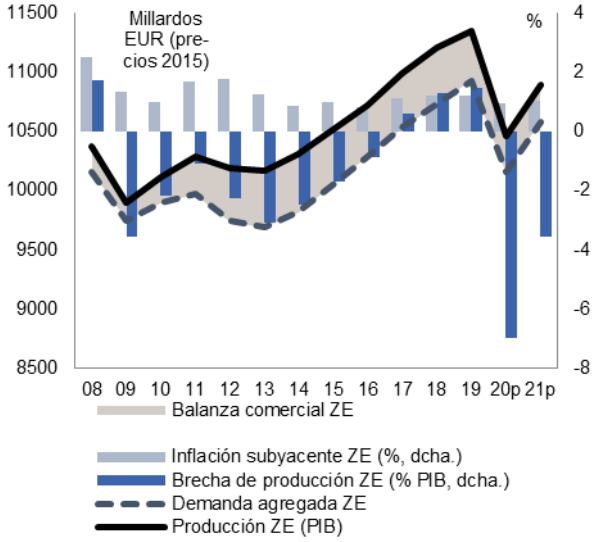
[13] El Indicador de Clima Económico de la Comisión, a pesar de la recuperación, se encuentra aún por debajo de su media desde la recuperación de 2013, mientras que el principal índice de acciones de la zona del euro se ha recuperado hasta alcanzar valores similares a su media durante el mismo período posterior a 2013. Véase también: Fondo Monetario Internacional, «Informe sobre la Estabilidad Financiera Mundial», junio de 2020 y octubre de 2020.

Gráfico 3: Recesiones, Oxford Stringency Index and pre-COVID-19 debt (Índice Oxford de severidad de los confinamientos y niveles de deuda pre-COVID-19)



Fuente: Eurostat, previsiones económicas del otoño de 2020 de la Comisión Europea y Oxford COVID-19 Government Response Tracker (Seguimiento de las respuestas de los Gobiernos a la COVID-19).

Gráfico 4: Producción, demanda interna, exportaciones netas e inflación básica de la zona del euro



Fuente: Previsiones económicas del otoño de 2020 de AMECO y de la Comisión Europea.
Nota: si bien la diferencia entre el PIB y la demanda interna debe —por definición— ser igual a la balanza comercial, los datos no están plenamente alineados debido a discrepancias en la notificación dentro de la zona del euro.

La conmoción causada por la COVID-19 parece estar exacerbando los desequilibrios existentes en la zona del euro.[14] Si bien los niveles de endeudamiento no parecen haber sido un factor que haya agravado significativamente las recesiones posteriores a la COVID, se da la circunstancia de que la mayoría de los países más afectados por la pandemia de COVID-19 y que tuvieron que aplicar medidas de contención tenían *stocks* de deuda pública y privada relativamente importantes (Graph 3). [15] Esto implica que, debido a unas recesiones relativamente fuertes, las ratios deuda/PIB están incrementándose, especialmente en aquellos países cuyos *stocks* de deuda eran ya comparativamente altos. [16] Algunos de los países deudores netos que se vieron más afectados por la pandemia se

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

[15] El Índice Oxford de severidad de los confinamientos, mostrado en el gráfico 3, agrega ocho medidas de contención y un componente sanitario. Véase T. Hale et al. (2020), «Variation in government responses to COVID-19». BSG, Working Paper 32 (Version 8.0), Blavatnik School of Government, University of Oxford, octubre.

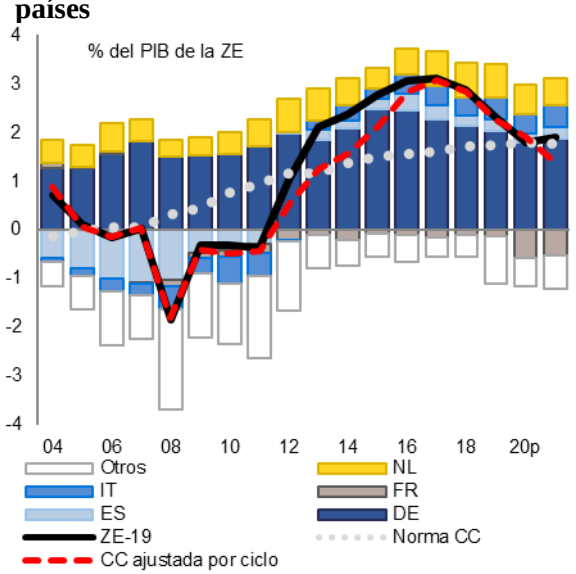
[16] Una vez que se tienen en cuenta la severidad de los confinamientos, la calidad de las instituciones y la dependencia del turismo, la deuda pública no parece tener mucho peso en una muestra representativa de factores determinantes de la magnitud de las recesiones posteriores a la COVID. Esta conclusión tiende a confirmar la opinión de que las intervenciones de las autoridades monetarias en apoyo de los mercados de renta fija fueron eficaces a la hora de evitar que las tensiones en los mercados de renta fija agravasen las recesiones. Véase A.

caracterizaban también por una porcentaje relativamente alto de ingresos procedentes del turismo (Chipre, Grecia, Portugal, España), que son particularmente sensibles a la crisis de la COVID, lo cual tiene también implicaciones para sus balanzas comerciales. En resumen, la crisis de la COVID parece estar fortaleciendo las tendencias existentes en la zona del euro en cuanto a las divergencias económicas y el endeudamiento exterior e interior.

En vista de la enorme caída de la demanda agregada, se prevé que la reducción gradual del superávit de la balanza comercial de la zona del euro toque a su fin. El superávit comercial de la zona del euro lleva reduciéndose desde 2017, y se espera que permanezca más o menos estable en 2020 y 2021. Se espera que la caída del PIB en 2020 y su recuperación en 2021 vaya —en términos generales— en consonancia con la evolución de la demanda interior. Del mismo modo, se prevé que la dinámica de las importaciones en la zona del euro evolucione en estrecha sintonía con la de las exportaciones. Por tanto, no se espera que el superávit comercial de la zona del euro siga disminuyendo, en un contexto de deterioro de la brecha de producción en 2020 que se espera que sea mayor que el observado en 2009 tras la crisis financiera. Al mismo tiempo, se espera que la inflación subyacente siga siendo moderada (Graph 4).

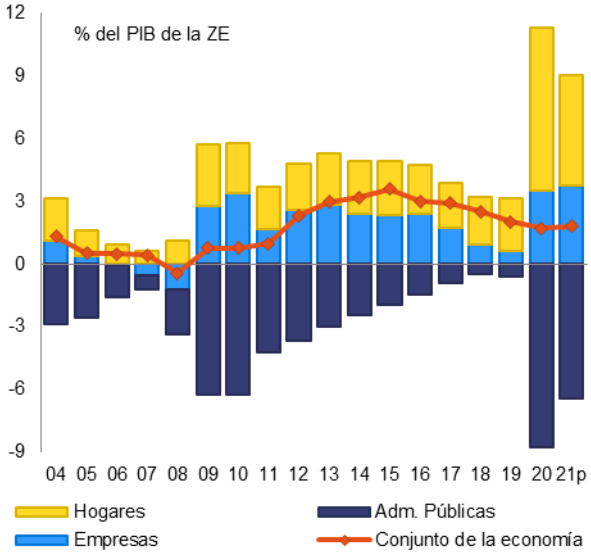
Sapir, «Why has COVID-19 hit different European Union economies so differently?», Policy Contribution Issue n.º 18, septiembre de 2020.

Gráfico 5: Evolución de la balanza por cuenta corriente de la zona del euro: desglose por países



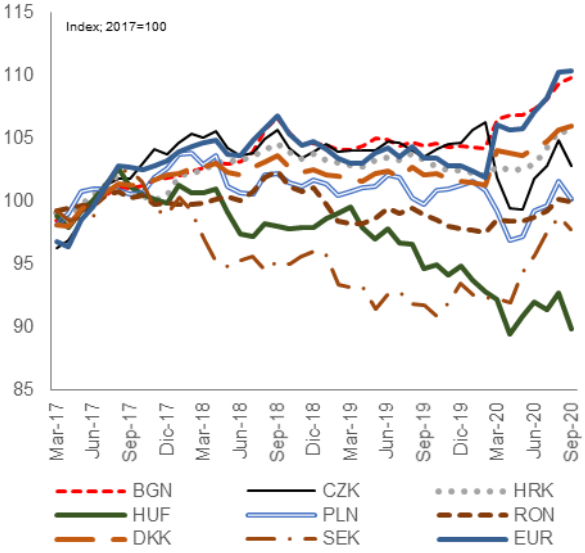
Fuente: Balanza de pagos de Eurostat y previsiones económicas del otoño de 2020 de la Comisión Europea.
Nota: La balanza por cuenta corriente de la ZE-19 para 2020 y 2021 corresponde a la cifra ajustada de las previsiones económicas del otoño de 2020 de la Comisión Europea, lo cual explica las discrepancias en la notificación dentro de la zona del euro por parte de las diferentes autoridades estadísticas nacionales (véase la nota a pie de página17).

Gráfico 6: Capacidad/necesidad neta de financiación



Fuente: Previsiones económicas del otoño de 2020 de AMECO, Eurostat y la Comisión Europea.
Nota: Las cifras sobre el conjunto de la economía de la ZE-19 para 2020 y 2021 corresponden a las cifras ajustadas de las previsiones del otoño de 2020 de la Comisión Europea. En años anteriores, las cifras relativas al conjunto de la economía de la ZE-19 corresponden a la capacidad/necesidad neta de financiación en los datos de Eurostat sobre la balanza de pagos. Los datos de 2020 y 2021 sobre los hogares y el sector empresarial se calculan sumando todos los países de la ZE-19 menos Malta, sobre la cual no se dispone de datos.

Gráfico 7: Tipos de cambio efectivos nominales (TCEN)



Fuente: BCE

El superávit por cuenta corriente de la zona del euro como porcentaje del PIB lleva cayendo desde 2017 y se prevé que siga haciéndolo en 2020. El superávit por cuenta corriente aumentó hasta 2017 en un contexto de desapalancamiento generalizado y, desde entonces, ha ido descendiendo. En 2019, se estima que el balance por cuenta corriente es del 2.3 % of PIB (Graph 5).[17] Mientras que, en 2011 y 2018, la reducción del superávit por cuenta corriente se debía principalmente a las tendencias en la balanza comercial de bienes —relacionadas, sobre todo, con las tensiones en la política comercial y una factura de la energía más cara—, en 2019 la caída se explica en gran medida por la balanza de servicios. Sin embargo, en 2019 el superávit por cuenta corriente de la zona del euro seguía siendo el mayor del mundo en términos nominales. Su valor estaba —incluso después de hacer ajustes para tener en cuenta el ciclo— ligeramente por encima de una norma de la balanza por cuenta corriente en consonancia con las variables económicas fundamentales, estimada en un 2 % del PIB de la zona del euro[18]. Si no se producen cambios en las políticas, se espera que el superávit por cuenta corriente de la zona del euro siga disminuyendo hasta alcanzar el 1,8 % del PIB en 2020 para luego repuntar ligeramente hasta el 1,9 % del PIB en 2021 —según las previsiones del otoño de 2020 de la Comisión europea—, con lo cual caerán por debajo de la estimación actual de la norma de la balanza por cuenta corriente. La reducción prevista en el superávit de la zona del euro se debe en parte a una disminución de la factura energética; la importante apreciación del euro que comenzó a principios de 2020 (Graph 7) implicaría también una reducción en el superávit por cuenta corriente de cara al futuro.

El desglose geográfico del superávit por cuenta corriente de la zona del euro permanece estable, pero se están produciendo cambios importantes en lo relativo a la contribución de los diferentes sectores de la economía. El superávit de la zona del euro refleja todavía principalmente los amplios superávits de Alemania y los Países Bajos —que, sin embargo, disminuyen de forma constante—, cuyos saldos exteriores combinados representaron el 2,7 % del PIB de la zona del euro en 2019[19]. Se espera que los balances por cuenta corriente de la zona del euro se muestren relativamente estables en todos los países, también en 2020 y en 2021 (Graph 5). Sin embargo, la estabilidad de las cifras de la balanza por cuenta corriente oculta grandes cambios en las capacidades netas de financiación de los diferentes sectores de la economía, dado que el importante incremento en la capacidad neta de financiación del sector privado se ve compensado casi completamente por la reducción en la del sector público (Graph 6). Esta pauta, observada con respecto al conjunto de la zona del euro, también se da dentro de los países. En 2020, el gran incremento del ahorro de los hogares se debe en gran medida a las medidas de confinamiento y a la dinámica moderada en el consumo de servicios que se prestan poco al distanciamiento físico, así a los ahorros preventivos para hacer frente al aumento de la incertidumbre. El fuerte incremento de la capacidad neta de financiación de las empresas se debe, por una parte, a una caída de la inversión y, por otra, es el resultado del aumento de los ahorros preventivos. La caída de los ingresos públicos y las medidas presupuestarias implementadas para amortiguar el impacto de la

[17] Las cifras correspondientes a la balanza por cuenta corriente de la zona del euro mencionadas y utilizadas aquí hacen referencia a la balanza por cuenta corriente «ajustada» de la zona del euro comunicada respecto al resto del mundo (a partir de las estadísticas de la balanza de pagos de la zona del euro), que es coherente con las cuentas corrientes indicadas por los Estados miembros con respecto a los socios ajenos a la zona del euro (con arreglo al denominado «concepto comunitario»). Esta cifra puede diferir de la suma de los saldos globales de las balanzas por cuenta corriente de los Estados miembros debido a asimetrías en los balances dentro de la zona del euro notificados por los diferentes institutos estadísticos.

[18] El FMI («External Sector Report 2020») sugiere que la norma de la balanza por cuenta corriente de la zona del euro se sitúa en torno al 1,4 % del PIB.

[19] La suma de los superávits registrados en Alemania y los Países Bajos es mayor que el superávit de la zona del euro, ya que algunos de sus miembros registraron déficits en 2019; véase también la nota al pie17.

pandemia de COVID-19 en los ingresos redundan en un importante deterioro de la capacidad neta de financiación del sector público. Para 2021 se prevén tendencias similares, pero menos pronunciadas.

En adelante, para hacer frente a los crecientes riesgos macroeconómicos será necesaria una aplicación efectiva de las medidas de apoyo de la UE.

- La actual crisis es fundamentalmente distinta de la crisis financiera de 2008, que fue causada, en gran medida, por la corrección de desequilibrios insostenibles (apalancamiento excesivo del sector financiero, burbujas inmobiliarias, déficits exteriores considerables y en aumento, e incremento de la deuda pública en tiempos de bonanza); la crisis de la COVID-19, en cambio, es el resultado de las perturbaciones en la economía originadas por las restricciones estatales y los cambios en las pautas de conducta relacionados con preocupaciones sanitarias. Estas perturbaciones se produjeron en un contexto en el que, gracias a unas condiciones económicas recientes favorables, la mayoría de las posiciones exteriores pasaron a estar en equilibrio o en superávit, el desapalancamiento del sector financiero durante los últimos años creó colchones de capital sólidos en el sector bancario, el desapalancamiento del sector privado ha vuelto a llevar la ratio deuda privada / PIB a niveles muy inferiores a los picos observados antes de la crisis financiera de 2008, y las ratios deuda pública / PIB emprendieron una trayectoria a la baja en la mayoría de los Estados miembros de la zona del euro.
- De cara al futuro, las perspectivas para el reembolso de la deuda dependen decisivamente de que se garantice la recuperación económica y el fortalecimiento de las variables económicas fundamentales, lo cual requiere una actitud política de apoyo durante todo 2021. Una recuperación sostenible resulta crucial tanto para el sector público —en términos de dinámica de ingresos públicos– como para el sector financiero y el sector empresarial no financiero, con una capacidad de reembolso que depende de la rentabilidad y, en el caso de los hogares, con unas perspectivas de sostenibilidad de la deuda hipotecaria que dependen del empleo y de la dinámica de ingresos.
- Una utilización eficaz de los instrumentos disponibles creados a nivel de la zona del euro y de la UE, con una puesta en práctica eficaz de las reformas y la inversión necesarias, ayudarían a fomentar una recuperación duradera y a fortalecer la resiliencia. La plena absorción de la financiación de la UE y su canalización hacia los usos más productivos serán cruciales. Esto reforzaría los efectos económicos de los fondos y prevendría el riesgo de que tal aumento del gasto en un período breve impulse un crecimiento excesivo de las actividades no exportables y de los desequilibrios externos en aquellos países en que las entradas representan un gran porcentaje del PIB.
- De cara al futuro, es importante que las medidas políticas de apoyo, las reformas y las inversiones llevadas a cabo en la zona del euro se combinen de manera que permita hacer frente con eficacia a los desequilibrios macroeconómicos, en particular cuando estos son excesivos.

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

El IMA se basa en una lectura económica del cuadro de indicadores del PDM, que proporciona un filtro para detectar indicios razonables de posibles riesgos y vulnerabilidades. El cuadro de indicadores consta de 14 indicadores con umbrales indicativos en los siguientes ámbitos: posiciones exteriores, competitividad, deuda privada y pública, mercados de la vivienda, sector bancario y empleo. Se basa en datos reales de buena calidad estadística para garantizar la estabilidad de los datos y la coherencia entre países. 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[20]. Un conjunto de veintiocho indicadores auxiliares complementa la lectura del cuadro de indicadores.

En comparación con IMA anteriores, el presente informe hace un uso más amplio de previsiones y datos de alta frecuencia para calibrar también las implicaciones de la crisis de la COVID-19 en un contexto de gran incertidumbre. Estas implicaciones no se pueden percibir en el cuadro oficial de indicadores del IMA, ya que este solo refleja datos de hasta 2019. Por tanto, los valores de las variables del cuadro de indicadores y otras variantes pertinentes para el análisis del PDM de 2020 y 2021 se han estimado utilizando los datos de las previsiones de la Comisión y las «*nowcasts*» (estimaciones sobre la situación actual y previsiones a corto plazo) basadas en datos infraanuales (véase el recuadro 1 para los detalles por variable del cuadro de indicadores). Si bien este ejercicio parece necesario para calibrar las tendencias actuales, es también necesario recordar la considerable incertidumbre que caracteriza a estas previsiones. En la evaluación del IMA, como en años anteriores, se tienen en cuenta también los datos de los marcos de evaluación, así como las conclusiones de los exámenes exhaustivos y los análisis pertinentes. Los análisis de la Comisión siguen estando sujetos a los principios de transparencia de los análisis y los datos empleados y de prudencia en cuanto a las conclusiones, debido a que se tiene conciencia de las reservas en cuanto a la calidad de los datos.

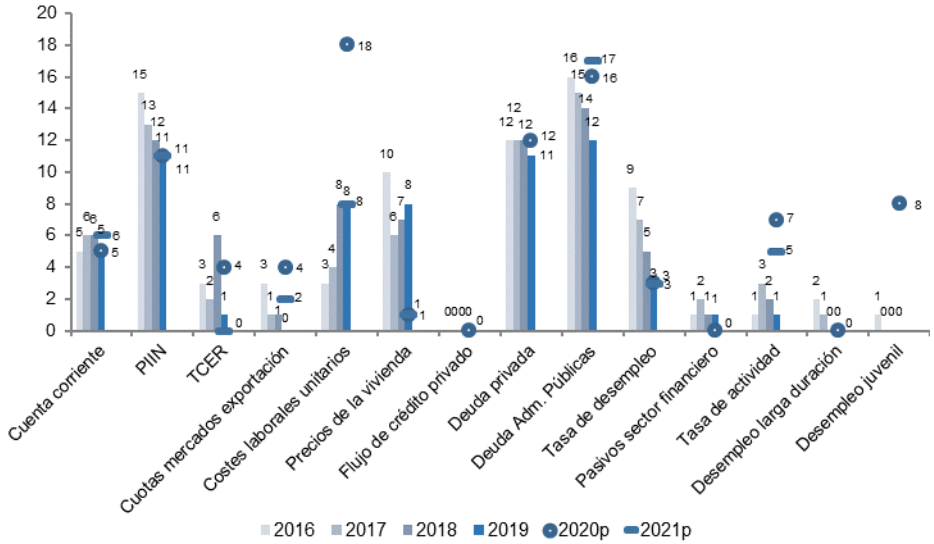
Los datos del cuadro de indicadores sugieren que la reciente corrección de los desequilibrios de *stock* va a tocar a su fin; por otra parte, se espera que los riesgos de recalentamiento observados en los últimos años disminuyan con la crisis. La contabilización de los valores que superan los umbrales en el cuadro de indicadores del IMA a lo largo de los años pone de manifiesto una serie de pautas que figuran a continuación (Graph 8).

- La expansión económica que comenzó en 2013 contribuyó a reducir las ratios deuda/PIB tanto privada como pública gracias a los efectos denominador favorables. Esto se refleja en el número decreciente de países con ratios de deuda superiores a los umbrales hasta 2019. La crisis de la COVID-19 parece poner fin a esta tendencia.
- Tras la corrección de los grandes déficits por cuenta corriente de la década de los 2000, la pasada década se caracterizó por la acumulación de grandes superávits por cuenta corriente en algunas economías, que se han ido reduciendo en los últimos años. No se espera que la crisis de la COVID cambie de manera fundamental el ajuste externo, pues se prevé que su incidencia en las cuentas exteriores sea limitada y que el número de países que exceden los umbrales de las balanzas por cuenta corriente y las PIIN tan solo se vea afectado marginalmente.
- Unos costes laborales unitarios y unos precios de la vivienda en rápido aumento han hecho que el número de valores que superan los umbrales pertinentes se incremente en los últimos años. Se espera que estas presiones de recalentamiento que se han hecho sentir en los países en rápido crecimiento vayan desapareciendo con la crisis de la COVID. Esto se percibe con más claridad en los precios de la vivienda, que se espera que se desaceleren al tiempo que se reduce el número de casos en que se corre el riesgo de superar el umbral. El crecimiento de los CLU podría también disminuir, pero solo tras una subida brusca pero temporal en 2020, año en que más de la mitad de

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

los Estados miembros corren el riesgo de superar el umbral. Esto refleja el efecto automático de una productividad notablemente más baja debido al bajón brusco de la actividad con un empleo menos afectado. Se prevé que los TCER excedan ampliamente los umbrales en vista de las tendencias de los tipos de cambio nominales.

Gráfico 8: Número de Estados miembros con variables del cuadro de indicadores por encima del umbral



Fuente: Eurostat y cálculos de los servicios de la Comisión (véase también el recuadro 1)
Nota: El número de países con valores de los indicadores superiores a los umbrales indicativos se basa en el cuadro de indicadores publicado con el IMA anual respectivo. Las posibles revisiones de los datos *a posteriori* 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. Para los planteamientos aplicados para las previsiones de los indicadores del cuadro en los años 2020 a 2021, véase el recuadro 1. Las previsiones de los indicadores siguientes se realizan solo para 2020: flujo del crédito privado, deuda privada, pasivos del sector financiero, desempleo de larga duración, desempleo juvenil.

Cuadro 1: *Nowcasts* de los indicadores principales

Con el fin de mejorar los elementos prospectivos en los valores del cuadro de indicadores, el análisis del IMA se basa también, siempre que resulta posible, en las previsiones y las proyecciones para 2020 y 2021, así como en los *nowcasts* correspondientes al ejercicio en curso. Estas cifras se basan en las previsiones del otoño de 2020 de la Comisión, siempre y cuando estas estén disponibles. En caso contrario, las cifras proceden de los *nowcasts* basados en indicadores sustitutivos, elaborados por los servicios de la Comisión específicamente a efectos de este IMA.

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

En el caso de los porcentajes de variación plurianuales (como la variación en 5 años de las cuotas de mercado de exportación), solo los componentes de 2020 y 2021 están basados en previsiones, mientras que los componentes relativos a 2019 o años anteriores emplean los datos de Eurostat en que se basa el cuadro de indicadores del PDM.

Cuadro: Planteamientos aplicados a las previsiones y los *nowcasts* de los indicadores principales del PDM

Indicador	Enfoque	Fuentes de datos
Balanza por cuenta corriente, % del PIB (media 3 años)	Valores de las previsiones de otoño de la Comisión sobre la balanza por cuenta corriente (concepto de la balanza de pagos)	AMECO
Posición de inversión internacional neta (en % del PIB)	Las previsiones de otoño de la Comisión sobre la capacidad/necesidad neta de financiación del conjunto de la economía aporta la variación en la PIIN que refleja las operaciones; otros efectos (por ejemplo, las variaciones en la valoración) se tienen en cuenta hasta el segundo trimestre de 2020, y se supone que, a partir de entonces, son nulos.	AMECO, Eurostat
Tipo de cambio efectivo real – 42 socios comerciales, deflactor del IPCA (variación % 3 años)	Valores de las previsiones de otoño de la Comisión	AMECO
Cuota de mercado de exportación – % de exportaciones mundiales (variación % 5 años)	Las cifras se basan en las previsiones de la Comisión sobre: i) exportaciones nominales de bienes y servicios para Estados miembros de la UE (concepto de las cuentas nacionales), y sobre ii) exportaciones de bienes y servicios en volúmenes para el resto del mundo, que se convierten en valores nominales con el deflactor de las importaciones de los EE. UU. y las previsiones de los tipos de cambio EUR/USD.	AMECO
Índice de costes laborales unitarios nominales, 2010=100 (variación % 3 años)	Valores de las previsiones de otoño de la Comisión	AMECO
Índice de precios de la vivienda (2015 = 100), deflactado (variación % 1 año)	Las previsiones basadas en modelos calculadas a partir de un modelo de valoración de la vivienda compartido con Estados miembros en el contexto del grupo de trabajo LIME del CPE. Las previsiones representan las variaciones porcentuales de los precios reales de la vivienda que se esperan en función de las variables económicas fundamentales (población, previsiones de renta disponible, parque de viviendas, tipo de interés a largo plazo y deflactor de precios del gasto de consumo final privado), así como el término de corrección de error que resume al ajuste de los precios hacia su relación a largo plazo con las variables económicas fundamentales.	Eurostat y servicios de la Comisión.
Flujo de crédito al sector privado, consolidado (% del PIB)	La cifra de 2020 representa un valor sustitutivo de los flujos de crédito entre los trimestres primero y tercero de 2020, utilizando datos consolidados de las cuentas sectoriales trimestrales del BCE para los trimestres primero y segundo de 2020 y valores sustitutivos para algunos componentes de los flujos de crédito del tercer trimestre de 2020. Este último elemento utiliza los flujos de crédito al sector privado de las instituciones financieras monetarias en las partidas de balance del BCE para proyectar los componentes de los préstamos bancarios del tercer trimestre de 2020, y la emisión nominal de valores de renta fija de las estadísticas de emisiones de valores del BCE para proyectar la emisión de bonos del tercer trimestre de 2020.	BCE (cuentas sectoriales trimestrales, partidas de balance, estadísticas de emisiones de valores)
Deuda del sector privado, consolidada (% del PIB)	La cifra de 2020 utiliza como valor sustitutivo la deuda del sector privado a finales del tercer trimestre de 2020. Usa datos consolidados de las cuentas sectoriales trimestrales del BCE para el segundo trimestre de 2020. La cifra se proyecta al tercer trimestre de 2020 utilizando las cifras sobre préstamos bancarios (basados en las partidas de balance del BCE) y los datos sobre pasivos de bonos (basados en las estadísticas de emisiones de valores de la BCE).	BCE (cuentas sectoriales trimestrales, partidas de balance, estadísticas de emisiones de valores)
Deuda bruta de las Administraciones públicas (% del PIB)	Valores de las previsiones de otoño de la Comisión	AMECO
Tasa de desempleo (media 3 años)	Valores de las previsiones de otoño de la Comisión	AMECO

Total de los pasivos del sector financiero, no consolidado (variación % 1 año)	La cifra de 2020 representa el crecimiento de los pasivos de instituciones financieras monetarias del BCE hasta septiembre de 2020.	BCE (partidas de balance)
Tasa de actividad – % del total de la población de 15-64 años (variación % 3 años)	Los porcentajes de variación en 2020 y 2021 se basan en las previsiones de otoño de la Comisión sobre el cambio en el total de la población activa (todas las edades) menos las previsiones de otoño de la Comisión sobre el cambio de la población (grupo de edad 15-64).	AMECO
Tasa de desempleo de larga duración – % de la población activa de 15-74 años (variación % 3 años)	El *nowcast* para 2020 se basa en los datos más recientes (primer y segundo trimestres de 2020, supone tasa constante el resto del año)	Eurostat (EPA)
Tasa de desempleo juvenil – % de la población activa de 15-24 años (variación % 3 años)	El *nowcast* para 2020 se basa en los datos más recientes (enero a septiembre de 2020, supone tasa constante el resto del año)	Eurostat (EPA)

3.1 Sector exterior y competitividad

Las balanzas por cuenta corriente fueron, en general, bastante estables en 2019. Tras una tendencia general hacia la disminución de los saldos de la balanza por cuenta corriente en 2018, en un contexto de reducción de la demanda mundial de exportaciones y de aumento de los precios del petróleo, las variaciones en la balanza por cuenta corriente entre 2018 y 2019 no siguieron una pauta clara y se mantuvieron relativamente moderados (Graph 10). En 2019, se observaron notables mejoras en Bulgaria, Dinamarca y Lituania, mientras que la balanza por cuenta corriente de Chipre siguió adentrándose aún más en territorio negativo. Algunos superávits amplios se redujeron ligeramente, entre ellos los de Alemania y los Países Bajos.

- **Dos Estados miembros registran déficits por cuenta corriente que superan el umbral inferior del cuadro de indicadores del PDM en 2019.** El importante déficit de Chipre siguió deteriorándose en 2019, con lo que la media trienal permaneció por debajo del umbral del PDM y por debajo de la respectiva norma de la balanza por cuenta corriente y del nivel necesario para situar la PIIN en territorio prudencial durante los próximos 10 años[21]. A raíz de un nuevo pequeño empeoramiento en la balanza por cuenta corriente de Rumanía, su media trienal alcanzó el umbral del PDM en 2019, y este valor es también visiblemente peor que su norma respectiva.
- **En 2019, los déficits por balanza de cuenta corriente estaban por encima de los valores de referencia específicos por país en la mayoría de los Estados miembros, con algunas notables excepciones** (Graph 9).[22] Las balanzas por cuenta corriente ajustadas en función del ciclo estaban,

[21] Para las metodologías utilizadas para los umbrales prudenciales de las PIIN específicas de cada país, véase la nota a pie de página 25.

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

en la mayoría de los casos, cerca de los saldos globales o por encima de estos, lo cual reflejaba la incidencia negativa de un enfriamiento del ciclo económico.[23] Las balanzas por cuenta corriente de Chipre y Rumanía están por debajo de la norma de la balanza por cuenta corriente justificada por las variables económicas fundamentales. Los déficits de Chipre, Grecia y Portugal están por debajo del nivel necesario para asegurar la convergencia de la PIIN hacia unos niveles prudentes[24].

- **Tres países de la UE siguieron registrando superávits por cuenta corriente que superaban el umbral superior del cuadro de indicadores del PDM y los valores de referencia específicos cada país.** Este ha sido el caso de Dinamarca, Alemania y los Países Bajos durante casi una década. Mientras que Dinamarca incrementó su superávit en 2019, las balanzas de Alemania y los Países Bajos han seguido reduciéndose gradualmente. En los Países Bajos, las balanzas por cuenta corriente se ven también influenciadas por las actividades de empresas multinacionales que afectan tanto a las balanzas comerciales como a las de ingresos.

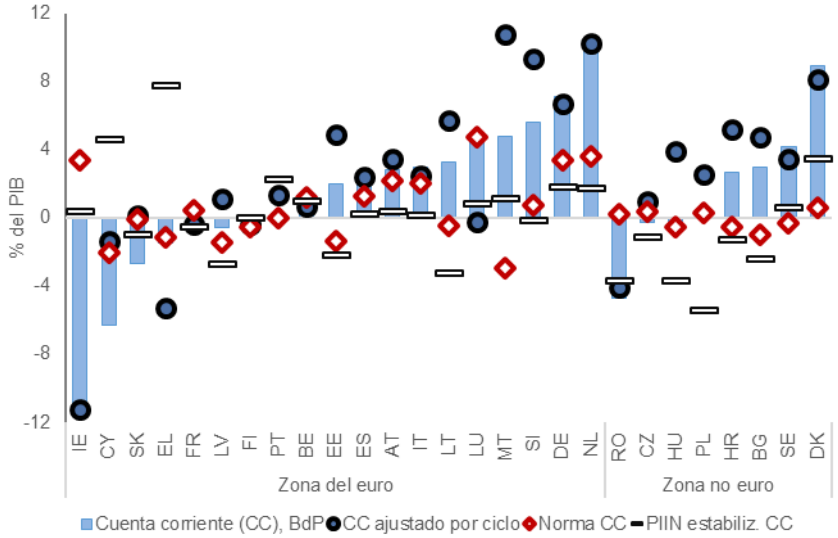
Las previsiones apuntan a una cierta estabilidad en los valores de las balanzas por cuenta corriente también en 2020 y 2021, pero con importantes cambios en lo relativo a la contribución de los diferentes sectores de la economía a la posición exterior. La crisis de la COVID-19 está causando una importante caída —de proporciones similares— tanto en las exportaciones como en las importaciones. Aunque la capacidad neta de financiación agregada de los países de la UE no está cambiando mucho, se están produciendo cambios pronunciados en lo relativo a la capacidad neta de financiación de los diferentes sectores de la economía. En 2020, las posiciones de los Estados experimentaron importantes declives como resultado de las medidas de apoyo que adoptaron para amortiguar la fuerte recesión, que compensan el aumento en el ahorro neto de hogares y empresas (Graph 11).

- **Se prevé que las cifras de la balanza por cuenta corriente de algunos países deudores netos que dependen en gran medida de la exportación de servicios turísticos se deterioren.** Es el caso, especialmente, de Croacia, Chipre, Grecia y Malta.
- **Los superávits amplios se reducirían en 2020**, con disminuciones importantes en Alemania y los Países Bajos a lo largo de 2020 y 2021.

[23] 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.

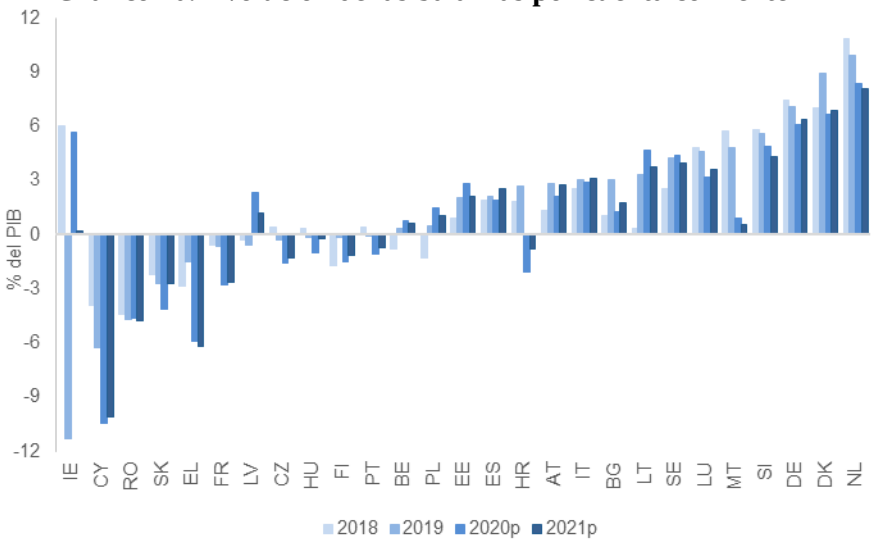
[24] El gran déficit registrado por Irlanda en 2019 se debe a efectos puntuales relacionados con las actividades de empresas multinacionales. La diferencia entre los saldos reales de la balanza por cuenta corriente y los necesarios para estabilizar la PIIN depende del período de tiempo considerado. Por ejemplo, la balanza por cuenta corriente necesaria para estabilizar la PIIN de Grecia por encima del umbral prudencial de la PIIN con una perspectiva de veinte años sería un superávit del 1,7 % del PIB, en lugar de uno del 7,7 % del PIB al calcularlo con una perspectiva de 10 años.

Gráfico 9: Saldos y niveles de referencia de la balanza por cuenta corriente en 2019



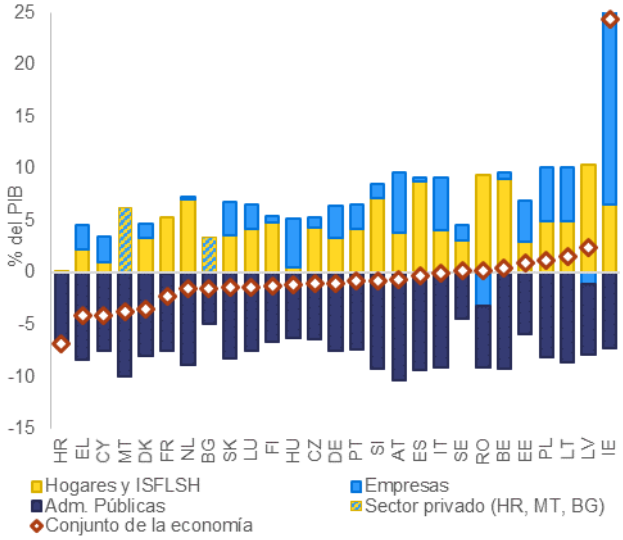
Fuente: Eurostat y cálculos de los servicios de la Comisión.
Nota: Los países se clasifican por orden de la balanza por cuenta corriente en 2019. *Saldos de la balanza por cuenta corriente ajustados en función del ciclo*: véase la nota a pie de página23. *Normas de la balanza por cuenta corriente*: véase la nota a pie de página 22. El nivel de referencia de la balanza por cuenta corriente que estabiliza la PIIN se define como el saldo por cuenta corriente necesario para estabilizar la PIIN en el nivel actual durante los próximos diez años o, si la PIIN actual se sitúa por debajo del umbral prudencial específico de cada país, el saldo por cuenta corriente necesario para alcanzar el umbral prudencial de la PIIN durante los próximos diez años.

Gráfico 10: Evolución de las balanzas por cuenta corriente



Fuente: Previsiones económicas del otoño de 2020 de Eurostat y de la Comisión Europea y cálculos de los servicios de la Comisión.
Nota: Los países aparecen en orden creciente de balanza de pagos por cuenta corriente en 2019.

Gráfico 11: Variación en la capacidad/necesidad neta de financiación por sector, de 2019 a 2020



Fuente: Previsiones económicas del otoño de 2020 de AMECO y de la Comisión Europea
Nota: Una parte de la variación en la capacidad de financiación del sector empresarial en Irlanda está fuera de escala en el gráfico anterior.

Las PIIN han seguido mejorando en la mayoría de los Estados miembros, pero siguen existiendo grandes *stocks* de pasivos exteriores y la crisis podría incrementar algunas de estas cargas. Las mejoras en las PIIN continuaron durante 2019 en la mayoría de los países de la UE, impulsadas por saldos de la balanza por cuenta corriente superiores a los niveles de estabilización de la PIIN, por el crecimiento del PIB y, en algunos casos, por importantes efectos positivos de valoración. Sin embargo, las PIIN siguen siendo considerables y negativas en varios países de la UE. En 2019, once Estados miembros registraron una PIIN superior al umbral del cuadro de indicadores del -35 % del PIB, uno menos que en 2018. En estos países, los valores son inferiores a los que podrían justificar las variables económicas fundamentales («normas de las PIIN»), y en la mayoría de los casos, son también inferiores a los respectivos umbrales prudenciales (Graph 12).[25] La crisis está ralentizando las mejoras en las ratios PIIN/PIB más negativas.

- Algunos países de la zona del euro siguen registrando **PIIN ampliamente negativas** por debajo del -100 % del PIB, como Chipre, Grecia, Irlanda y Portugal. En estos cuatro países, las PIIN son muy inferiores tanto a las normas de las PIIN como a los umbrales prudenciales. En Irlanda y en Chipre, los niveles de las PIIN reflejan en gran medida las relaciones financieras transfronterizas de las empresas multinacionales y la gran importancia de las entidades con cometido especial. Estos cuatro países, junto con España, muestran una fuerte incidencia de la deuda en sus PIIN, como indica la PIIN muy negativa, excluidos los instrumentos sin riesgo de impago (NENDI)[26].

[25] Las PIIN en consonancia con las variables económicas fundamentales («normas de las PIIN») se obtienen de la acumulación a lo largo del tiempo de las normas de la balanza por cuenta corriente (véase también la nota al pie de página 22). 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 las variables económicas fundamentales, véase A. Turrini y S. Zeugner (2019), «Benchmarks for Net International Investment Positions», Economía Europea, Discussion Paper 097/2019.
[26] La NENDI es un subconjunto de la PIIN que excluye sus componentes relacionados únicamente con el capital, a saber, la inversión extranjera directa (IED) y los fondos propios, así como la deuda de IED transfronteriza

En Grecia, la gran deuda pública exterior, contraída a menudo en condiciones muy favorables, representa la mayor parte de la PIIN[27]. En 2020, las marcadas disminuciones del PIB esperadas deberían tener ciertos efectos negativos sobre sus ratios PIIN/GDP, cuyo deterioro se prevé en muchos casos.

- En los países con **PIIN más moderadamente negativas** que superan el umbral del cuadro de indicadores, las PIIN están por debajo de lo que cabría esperar en razón de las variables económicas fundamentales específicas de cada país, pero, en algunos casos, están cerca de los umbrales prudenciales o son, incluso, mejores. Estos países, a saber, Croacia, Hungría, Letonia, Polonia, Rumanía y Eslovaquia, así como otros países de Europa central y del este y bálticos, tienen tendencia a ser grandes receptores netos de inversión extranjera directa (IED), de manera que las cifras relativas a la NENDI son más favorables. Las variaciones que se esperan para esos países en 2020 son, mayoritariamente, entre leves y moderadas.
- La mayoría de las **PIIN ampliamente positivas** siguieron aumentando en 2019. Alemania, Dinamarca, y los Países Bajos registran PIIN positivas superiores al 70 % del PIB, con un incremento en 2019 apoyado también por importantes efectos de valoración positivos. Las PIIN de Bélgica, Malta y Luxemburgo superan el 50 % del PIB. En todos estos casos, los valores de la PIIN están claramente por encima de las normas respectivas, es decir, de lo que podría estar justificado o esperarse con arreglo a las variables económicas fundamentales específicas de cada país.

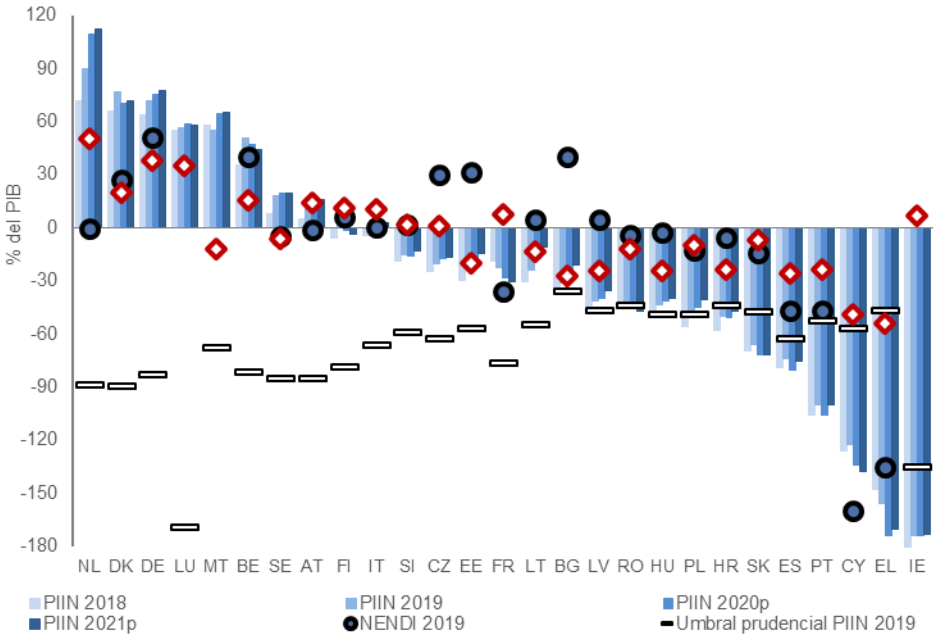
El estallido de la crisis de la COVID-19 se vio seguido de tensiones en el endeudamiento exterior en algunos países no pertenecientes a la zona del euro. Al comenzar la crisis de la COVID-19, se produjeron fugas de capital y depreciaciones en la mayoría de las economías emergentes con tipos de cambio flotantes. Los mercados anticiparon la posibilidad de que las autoridades monetarias se vieran obligadas a buscar un equilibrio entre el apoyo a sus economías y la estabilización de sus monedas. También se percibieron ciertas tensiones en algunas de las monedas de Estados miembros no pertenecientes a la zona del euro que adoptaron regímenes de tipos de cambio flexibles. Se produjeron depreciaciones, sobre todo en marzo y abril —y especialmente en Hungría—, pero la presión remitió y las monedas se estabilizaron en mayo y, en algunos casos, se apreciaron en los meses siguientes. Si bien las tensiones en los mercados financieros y, por consiguiente, los riesgos en materia de financiación exterior, parecen haberse reducido desde entonces, algunos Estados miembros no pertenecientes a la zona del euro podrían seguir siendo vulnerables en caso de que vuelva a producirse un incremento de la aversión al riesgo en los mercados financieros mundiales o una situación de volatilidad de los flujos de capital. Existen una serie de condiciones que podrían jugar un papel a este respecto, como las perspectivas en materia de necesidades de financiación exterior —incluidas las de los Estados— y la disponibilidad de reservas de divisas.

---

intraempresa, y representa la PIIN sin los instrumentos que no pueden ser objeto de impago. Véase también Comisión Europea, «Envisaged revision of selected auxiliary indicators of the MIP scoreboard», nota técnica; https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-and-fiscal-policy-coordination/eu-economic-governance-monitoring-prevention-correction/macroeconomic-imbalance-procedure/scoreboard_en.

[27] El empeoramiento de la PIIN en Grecia durante 2019 se debe en gran medida a efectos de valoración negativos.

Gráfico 12: Posiciones de inversión internacional neta (PIIN) 2018-2021 y niveles de referencia en 2019



Fuente: Eurostat y cálculos de los servicios de la Comisión (véase también el recuadro 1).
Nota: Los países aparecen en orden decreciente de la ratio PIIN/PIB en 2019. La NENDI es la PIIN excluidos los instrumentos sin riesgo de impago. Para los conceptos de norma de PIIN y de umbral prudencial de PIIN, véase la nota a pie de página25. Las NENDI correspondientes a IE, LU y MT están fuera de escala.

Los costes laborales unitarios (CLU) siguieron creciendo de forma dinámica en varios países de la UE en 2019, pero estas tendencias están experimentando una tendencia bajista con la crisis de la COVID-19. El cuadro de indicadores muestra que, en ocho países, el indicador de crecimiento de los CLU superaba el umbral en 2019, el mismo número que el año pasado: Bulgaria, Chequia, Estonia, Letonia, Lituania, Luxemburgo, Rumanía y Eslovaquia; salvo Luxemburgo, todos ellos superaban ya el umbral en 2018. Desde 2013, el crecimiento de los CLU se aceleró en el Báltico y en varios países de Europa central y del este, en un contexto de alto crecimiento económico, unos mercados de trabajo ajustados y escasez de personal cualificado.

Se espera que la evolución tras el estallido de la pandemia de COVID-19 se caracterice por un incremento puntual de los CLU en 2020, al que seguirá una dinámica más moderada. Con la crisis de la COVID-19, se prevé que el crecimiento de los CLU se acelere de forma pronunciada en toda la UE durante 2020, al tiempo que la productividad disminuye casi por doquier. Sin embargo, se espera que esta tendencia se invierta parcialmente en 2021, ya que, con la recuperación económica prevista, la productividad repuntaría y llevaría a una bajada notable o a un estancamiento de los CLU en un contexto de salarios en desaceleración (Graph 13, panel superior).

- **El crecimiento de los salarios siguió siendo el principal impulsor del aumento de los CLU en muchos países durante 2019, pero la crisis está provocando ahora una pronunciada moderación salarial.** La crisis está poniendo fin a las presiones de recalentamiento observadas hasta 2019. Se prevé que los salarios y la remuneración crezcan de forma más moderada en los países de la UE en 2020 y 2021. En 2020, esto refleja principalmente el efecto de la reducción del

tiempo trabajado, sobre todo en el contexto de regímenes temporales de reducción del tiempo de trabajo[28]. Estos regímenes permiten a los trabajadores mantener su empleo, pero con un número de horas y un salario reducidos[29].

- **Los incrementos de la productividad laboral continuaron siendo limitados en 2019, y la crisis sigue haciendo mella en la productividad en 2020.** Se prevé que, en 2020, la productividad medida en términos de producción por empleado descienda bruscamente en casi todos los países de la UE. La recesión de 2020 se vio acompañada de un descenso de los insumos de trabajo. Sin embargo, esto se debió sobre todo a la reducción en el número de horas trabajadas, mientras que el número de personas empleadas cambió poco[30]. Por tanto, cuando la productividad se mide en términos de producción por hora de trabajo, las pérdidas parecen más moderadas (Graph 13, cuarto panel). El considerable y generalizado mantenimiento preventivo del personal observado en toda la UE se ha visto muy favorecido por el amplio uso de regímenes de reducción del tiempo de trabajo subvencionados por el Estado[31]. En 2021, a medida que se vaya materializando la recuperación, se espera un fuerte incremento de las cifras de productividad. Se prevé no obstante que, en lo que respecta al nivel, la productividad permanezca en niveles próximos o inferiores a los previos a la crisis en la mayoría de los casos.

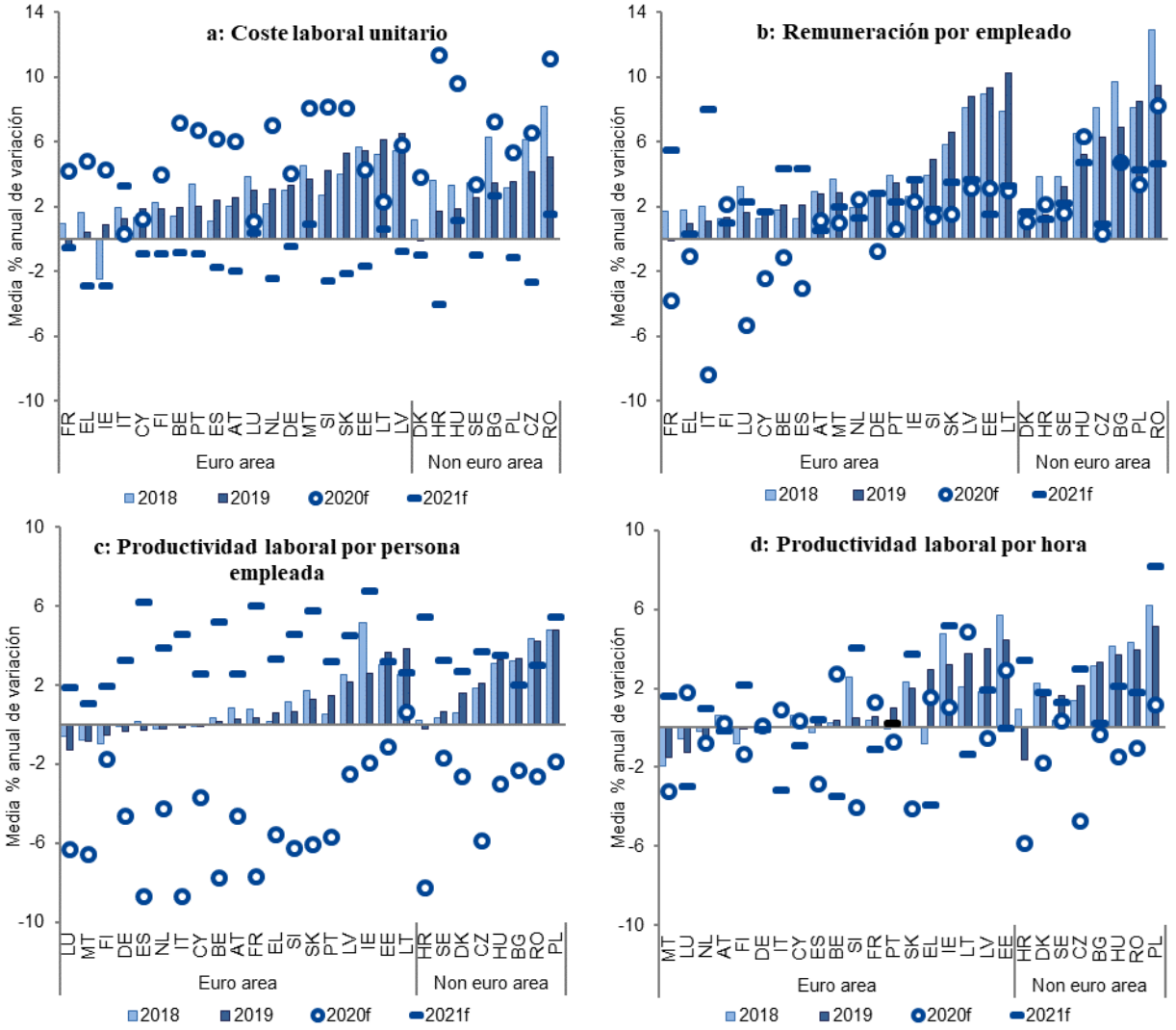
[28] Los diez Estados miembros de la UE que contaban con marcos para proporcionar ayuda a la renta en caso de reducción del número de horas antes del brote de COVID adaptaron los regímenes existentes a las perturbaciones de la COVID. En otros países, se adoptaron medidas similares de forma *ad hoc* (véase también el recuadro 2; y Comisión Europea (2020), «Labour Market and Wage Developments in Europe 2020» [Tendencias del mercado de trabajo y los salarios en Europa 2020], de próxima aparición). La financiación de estos regímenes contará con el apoyo del instrumento SURE, puesto a disposición por la Comisión.

[29] Las caídas en la remuneración por empleado parecen ser más pronunciadas en aquellos países en que la ayuda a la renta tiene la consideración de transferencias públicas y no de rentas del trabajo.

[30] En promedio, se estima que, en la zona del euro, la reducción en el total de horas trabajadas en la primera mitad de 2020 se debe en un 75 % a la reducción en el promedio de horas trabajadas; el resto se debe a la disminución del empleo. Véase el Boletín Económico del BCE (2020), número 6/2020.

[31] Botelho V, A. Consolo y A. Dias da Silva (2020), «A preliminary assessment of the impact of the COVID-19 pandemic on the euro area labour market» (Evaluación preliminar del impacto de la pandemia de COVID-19 en el mercado de trabajo de la zona del euro), Boletín Económico del BCE, número 5/2020, Banco Central Europeo. OCDE (2020), «Policy Responses to Coronavirus (COVID-19) - Job retention schemes during the COVID-19 lockdown and beyond», (Respuestas políticas al coronavirus [COVID-19] - Regímenes de protección del empleo durante el confinamiento por la COVID-19 y más allá»), 3 de agosto de 2020, https://www.oecd.org/coronavirus/policy-responses/job-retention-schemes-during-the-covid-19-lockdown-and-beyond-0853ba1d/#biblio-d1e2009.

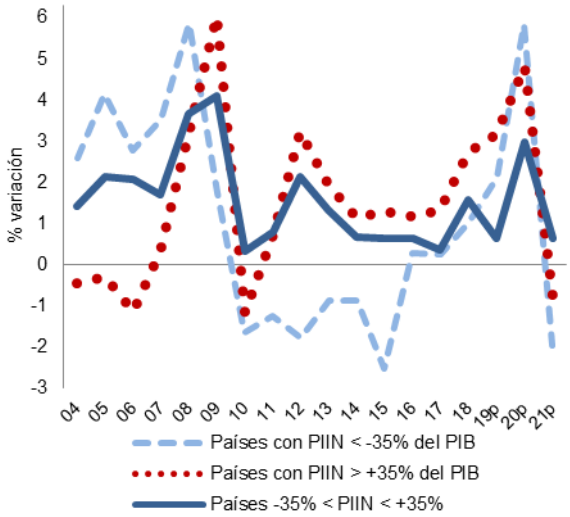
Gráfico 13: Aumento de los costes laborales unitarios en los últimos años, remuneración y productividad



Fuente: AMECO; los datos de 2020 y 2021 proceden de las previsiones económicas del otoño de 2020 de la Comisión Europea. Los datos se refieren al número de empleados y de personas empleadas.
Nota: En cada gráfico, los países aparecen en orden creciente de la variable de que se trate en 2019.

Por lo que respecta a la zona del euro, se espera que las tendencias en los CLU pasen a ser ligeramente menos favorables al reequilibrado que en el pasado. En 2019, el crecimiento de los CLU fue ligeramente superior en una serie de países acreedores netos, incluidos Alemania, Luxemburgo y los Países Bajos, que en algunos países deudores netos, entre ellos Chipre, Grecia, Irlanda, España y Portugal. Sin embargo, se prevé que, durante 2020 y 2021 considerados conjuntamente, los CLU crezcan casi al mismo ritmo en ambos grupos de países, con lo cual no contribuirán a que se sigan reequilibrando las posiciones exteriores (Graph 14). Al mismo tiempo, una serie de países deudores netos se han visto entre los más afectados por la crisis de la COVID-19 (véase también la sección 2) y, por consiguiente, registran una caída más pronunciada de la actividad, de forma que las presiones sobre los costes y los salarios podrían ser menos preponderantes de cara al futuro.

Gráfico 14: Aumento de los costes laborales unitarios en la zona del euro



Fuente: AMECO, los datos de 2020 y 2021 proceden de las previsiones económicas del otoño de 2020 de la Comisión Europea.
Notas: Los países con PIIN > +35 % del PIB son DE, LU, NL, BE y MT. Los países con PIIN entre el 35 % y el -35 % del PIB son FI, EE, IT, LT, FR, SI y AT. Los países restantes tienen una PIIN < -35 % del PIB. La división de los países se basa en valores medios de la PIIN en el período 2017-2019. Los países acreedores netos registraron un superávit por cuenta corriente medio durante el mismo período. Las cifras se refieren a las medias ponderadas en función del PIB para los tres grupos de países.

La dinámica de los tipos de cambio efectivos reales (TCER) se ve influenciada cada vez más por la volatilidad en los tipos de cambio nominales. Entre 2016 y 2018, los TCER evolucionaban al alza en la mayoría de los Estados miembros en vista de la apreciación del euro (Graph 15). Las pérdidas de competitividad saltaban más a la vista cuando se medían en términos de costes laborales unitarios. Sin embargo, en 2019, la competitividad mejoró gracias a una depreciación transitoria del euro. En vista de estas tendencias en 2019, solo Estonia superaba los umbrales debido a un TCER basado en el IPCA apreciado, mientras que, en 2018, se encontraban en esta situación seis países, lo que reflejaba una dinámica débil de la inflación. De cara al futuro, se prevé que la apreciación del euro en 2020 acarree pérdidas de competitividad globales en todos los países de la zona del euro; por su parte, las monedas de algunos países no pertenecientes a la zona del euro se han depreciado.

- **Las depreciaciones nominales fueron comunes en 2019, mientras que, en 2020, se observan diferencias entre países más amplias en cuanto a las tendencias monetarias.** La mayor parte de los países de la UE registraron depreciaciones nominales en 2019, que fueron aún más fuertes en determinados Estados miembros no pertenecientes a la zona del euro, en particular en Hungría, Rumanía y Suecia. En 2020, el euro empezó a apreciarse otra vez tras el brote de COVID-19. Las monedas de fuera de la zona del euro, o bien han seguido al euro en términos generales, o bien se han ido apreciando de forma pronunciada (Suecia), o bien han ido depreciándose considerablemente, especialmente en el caso de Hungría y, en menor medida, de Chequia y Polonia.
- **Los TCER basados en los CLU se apreciaron en la mayoría de los Estados miembros en 2019, pero con menos intensidad que en años recientes; además, la crisis está templando aún más la tendencia a la apreciación.** En particular, una serie de países de Europa central y del este siguieron experimentando una apreciación real más fuerte en 2019. Esto incluye a determinados países de la zona del euro, en concreto los países bálticos y Eslovaquia, y países no pertenecientes a la zona del euro, en particular Bulgaria, Chequia y Rumanía. Entre los países acreedores netos, solo en Alemania y en Malta se produjo una apreciación notable de los TCER. Tras las

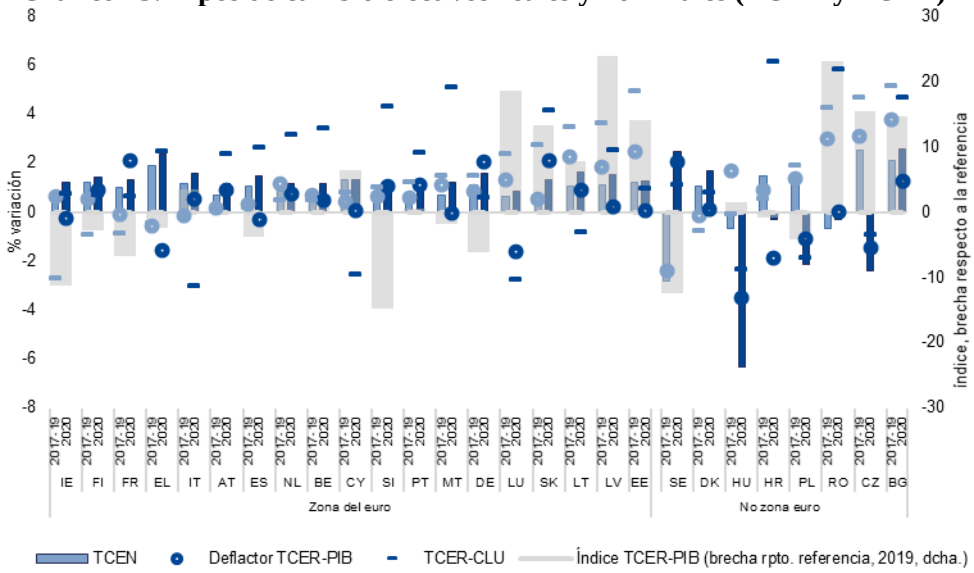
apreciaciones reales previstas para 2020 en la mayoría de los países —que reflejan los aumentos temporales en los CLU—, se espera que la previsión de crecimiento temperado de los CLU para 2021 lleve también a apreciaciones reales limitadas en la mayoría de los países de la UE.

- **Todavía se observa una compresión de los márgenes precio/coste en la mayoría de los Estados miembros.** En los últimos años, se han observado dinámicas en los TCER basados en los CLU superiores a las de los TCER basados en el PIB; estas dinámicas continuaron —aunque a un ritmo menor— hasta 2019, lo cual permite presagiar que los márgenes de beneficio seguirán comprimiéndose[32]. Esta tendencia continuó en 2020, de forma especialmente visible, en algunos países de Europa central y del este, así como en Bélgica, Grecia, Malta y España.

- **De cara al futuro, también los valores del TCER sugieren que las tendencias en la competitividad de costes podrían estar volviéndose menos favorables a un reequilibrado de lo que eran antes.** Durante 2020 y 2021, se prevé que los grandes países deudores netos o los países que se han visto más afectados por la recesión de la COVID-19 —como Croacia, Francia, Italia, Portugal o España— tan solo registren ganancias de competitividad limitadas o nulas frente a Alemania y los Países Bajos.

- **El nivel de los índices de TCER parece situarse por encima de los valores de referencia sobre todo en aquellos Estados miembros que se han caracterizado por tendencias más prolongadas de dinámicas vigorosas de precios relativos**. Tal es el caso, en particular, de los países de Europa central y del este.

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



Fuente: AMECO, los datos de 2020 y 2021 proceden de las previsiones económicas del otoño de 2020 de la Comisión Europea.
Nota: Los países aparecen en orden creciente de variación media anual del tipo de cambio efectivo real (TCER) basado en el deflactor de los CLU entre 2017 y 2019. Los TCER y el tipo de cambio efectivo nominal (TCEN) se calculan con respecto a 37

[32] 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.

socios comerciales. El nivel del índice del TCER basado en el PIB se expresa como diferencia porcentual con respecto a un nivel de referencia que representa un TCER coherente con las variables económicas fundamentales. La lectura del gráfico indica la brecha entre el nivel de TCER observado y el nivel de referencia del TCER: los valores del índice positivos indican una sobrevaloración, mientras que los valores negativos del índice muestran una infravaloración[33].

El crecimiento de las cuotas en los mercados de exportación disminuyó en 2019 y se espera que siga disminuyendo en la mayoría de los Estados miembros. En 2019, ningún Estado miembro registró pérdidas de cuota en los mercados de exportación por debajo del umbral del cuadro de indicadores (basado en la variación acumulada de la cuota durante cinco años). El brote de COVID está creando un entorno comercial muy diferente, con repercusiones en las cuotas en los mercados de exportación.

- **Se espera que, en 2020, las cuotas en los mercados de exportación caigan en aproximadamente la mitad de los Estados miembros.** La crisis está reduciendo el comercio en el interior de la UE de forma más pronunciada que el comercio fuera de la UE. Esto se debe a que, por el momento, la crisis del COVID ha afectado más a la UE que a otras zonas del mundo. Dado que los países de la UE comercian principalmente entre sí, sus principales mercados de exportación se han reducido en comparación con los de otras zonas del mundo, lo cual implica también una pérdida de cuotas de mercado para la mayoría de los países de la UE.
- **Las cuotas en los mercados de exportación caen de la forma más pronunciada en el caso de aquellos países que exportan servicios de manera intensiva, sobre todo los de tipo turístico.** El comercio está cayendo especialmente en el sector de los servicios, sobre todo en el del turismo, que se ve muy afectado por las restricciones de los viajes al extranjero y los cambios en el comportamiento de los consumidores. Se prevé que, en 2020, los mayores descensos en las cuotas en los mercados de exportación se produzcan en Croacia, Chipre, Grecia, Francia, Italia, Portugal y España, todos ellos caracterizados por una gran dependencia del maltrecho sector turístico. En cambio, se prevé que Alemania y Países Bajos incrementen sus cuotas en los mercados de exportación.

3.2 Deuda privada y mercados inmobiliarios

La deuda del sector privado como porcentaje del PIB fue cayendo en la mayoría de los Estados miembros hasta 2019 en un contexto de tendencias económicas favorables, pero los niveles de deuda siguen siendo elevados en determinados países. En 2019, once Estados miembros superaron el umbral del cuadro de indicadores para la deuda privada, frente a los doce que lo hicieron en 2018: Chipre, Dinamarca, Irlanda, Luxemburgo, Países Bajos, y Suecia registran ratios de deuda privada en porcentaje del PIB de más del 200 %, lo cual refleja también la considerable importancia de las empresas multinacionales y las entidades instrumentales en varios de estos países. Bélgica, Finlandia, Francia y Portugal registran niveles más bajos, pero también superan el umbral. La deuda difiere ampliamente en función del país debido a factores estructurales específicos que explican tales diferencias. Sin embargo, la deuda también parece alta en algunos países de la UE al compararla con

[33] La metodología para calcular estos valores de referencia basados en variables económicas fundamentales se basa en la nota para el grupo de trabajo LIME del CPE «Benchmarks for the assessment of real effective exchange rates» (Valores de referencia para la evaluación de los tipos de cambio efectivos reales), presentada el 15 de junio de 2020.

niveles de referencia que tienen en cuenta estas variables económicas fundamentales específicas de cada país. En determinados países, la deuda también parece alta con respecto a los umbrales prudenciales.[34]

- **El desapalancamiento del sector privado continuó en 2019, al registrar la mayoría de los países de la UE ratios de deuda privada más bajas.** Las reducciones en la ratio de deuda en porcentaje del PIB entre 2018 y 2019 se debieron principalmente al crecimiento nominal del PIB («desapalancamiento pasivo»), ya que el endeudamiento se ha acelerado en un número creciente de países en los últimos años.

- **En años recientes, el endeudamiento ha sido cada vez más dinámico, especialmente en el caso de los hogares**. A pesar de unos flujos de crédito netos generalmente positivos, las ratios deuda/PIB de las SNF han ido disminuyendo en todos los países de la UE entre 2018 y 2019, salvo en Dinamarca, Finlandia, Francia, Alemania, Luxemburgo y Suecia. Por lo que respecta a los hogares, solo se han observado reducciones en las ratios de deuda en aproximadamente la mitad de los Estados miembros. En los últimos años, la dinámica del *stock* de deuda (operaciones que afectan al *stock* de crédito y saldo vivo de los valores de deuda) ha sido relativamente vigorosa en lo que respecta a los hogares (véase el Informe sobre el Mecanismo de Alerta de 2020). Entre 2018 y 2019 se volvió a observar la misma tendencia.

- **En 2019, la deuda de las SNF permaneció por encima de los niveles de referencia en varios países.** En Bélgica, Chipre, Dinamarca, Francia, Irlanda, Luxemburgo, Países Bajos, Malta, Portugal, España y Suecia, la deuda de las SNF se ha mantenido por encima de los niveles justificados tanto por las variables económicas fundamentales como por los umbrales prudenciales. Se espera que, en 2020, la deuda de las SNF oscile en torno a los umbrales prudenciales en Austria, Croacia, Grecia e Italia y continúe superando los niveles prudenciales en Finlandia (Graph 16). En una serie de países, en particular en Bélgica, Chipre, Irlanda, Luxemburgo y Países Bajos, la deuda de las SNF se ve muy afectada por la deuda transfronteriza intraempresa y por la deuda de las entidades instrumentales.

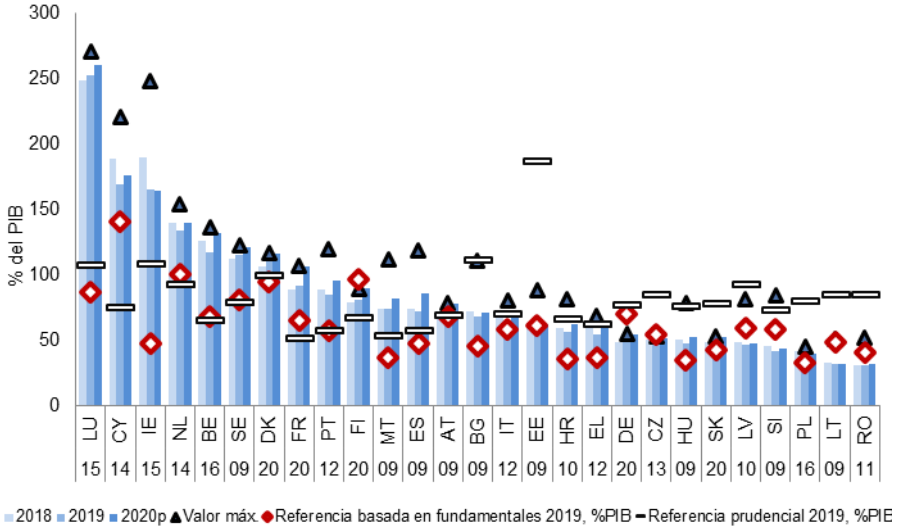
- **En 2019, la deuda de los hogares permaneció por encima de los niveles de referencia en varios Estados miembros.** En Dinamarca, Finlandia, Francia, Grecia, Países Bajos, Portugal, España y Suecia, los niveles de deuda superan el nivel de referencia basado en las variables económicas fundamentales y los umbrales prudenciales (Graph 21). La deuda de los hogares excede los niveles prudenciales en Bélgica y Chipre y se aproxima a ellos en Austria, Alemania e Italia. En algunos países, las ratios de deuda de los hogares parecen considerablemente más altas cuando son calculadas como porcentaje de la renta bruta disponible de los hogares. Es el caso de Irlanda, Luxemburgo y Malta.

---

[34] La Comisión Europea, en cooperación con el grupo de trabajo LIME del CPE, ha desarrollado niveles de referencia en materia de deuda específicos para cada país [Comisión Europea, «Benchmarks for the assessment of private debt», nota para el Comité de Política Económica, ARES (2017) 4970814) y J.-C. Bricongne, L. Coutinho, A. Turrini y S. Zeugner, «Is Private Debt Excessive?», *Open Economies Review*, 3, 471-512, 2020]. Los *niveles de referencia basados en las variables económicas fundamentales* permiten evaluar la deuda privada respecto a valores que pueden explicarse sobre la base de las variables económicas fundamentales, y se obtienen mediante regresiones que consideran los principales determinantes del aumento del crédito y tienen en cuenta un determinado *stock* de deuda inicial. Los *umbrales prudenciales* representan el nivel de deuda por encima del cual la probabilidad de que se produzca una crisis bancaria es relativamente elevada; esos niveles se basan en la maximización de la capacidad de las señales para predecir crisis bancarias al minimizar la probabilidad de no predicción de crisis, así como de alertas falsas, e incorporar información específica de cada país sobre capitalización de los bancos, deuda pública y nivel de desarrollo económico.

En 2020, las ratios de deuda privada parecen ir en aumento en la mayoría de los Estados miembros, especialmente en el caso de las empresas no financieras. Las estimaciones de las ratios de deuda en porcentaje del PIB de las SNF y de los hogares (basadas en la información disponible a partir de los datos mensuales relativos a los *stocks* de deuda) apuntan a unos incrementos no desdeñables en la mayoría de los países de la UE. Estos incrementos en las ratios de deuda son, en gran medida, el resultado automático de unas cifras del PIB más bajas en el denominador de la ratio. Sin embargo, y en particular en lo concerniente a las SNF, la dinámica del *stock* de deuda también desempeña un papel. En efecto, se espera que los flujos de crédito netos sean considerables en 2020 en la mayoría de los países de la UE —especialmente en Bélgica, Finlandia, Francia, Irlanda, Luxemburgo, España y Suecia—, en algunos casos mucho mayores que en 2019.

Gráfico 16: Deuda de las sociedades no financieras



Fuente: Cuentas de los balances financieros sectoriales de Eurostat – préstamos (F4) más valores de deuda (F3), AMECO y estimaciones de los servicios de la Comisión (véase el recuadro 1).
Nota: Los países aparecen en orden decreciente de la ratio deuda de las SNF en porcentaje del PIB en 2019. Los números que figuran bajo los códigos de los países indican el año en que la ratio de deuda alcanzó su nivel máximo. Para consultar la definición de los niveles de referencia basados en las variables económicas fundamentales y de los umbrales prudenciales, véase la nota a pie de página 34.

Por lo que respecta a las SNF, las importantes pérdidas y la falta de liquidez explican el incremento de las necesidades de financiación en 2020.

- **Las ratios de deuda en 2020 parecen ir en aumento, muy especialmente en los países en que el brote de COVID-19 está haciendo más mella en los beneficios y los flujos de tesorería de las SNF**. En general, los países en que se espera que los beneficios de explotación netos de las sociedades se reduzcan considerablemente en 2020 tendían a ser los mismos que registraban los mayores flujos de crédito netos (operaciones) como porcentaje del PIB de 2019 (véase el Graph 20).

- **Fue necesario un endeudamiento más elevado para financiar el capital circulante de las SNF con el fin de crear colchones de liquidez, lo que implica que la deuda neta de las SNF no aumentó tanto como la deuda bruta.** Parte del endeudamiento se empleó en restituir y reforzar los colchones de liquidez a fin de hacer frente al aumento de la incertidumbre en cuanto a la situación económica y de beneficiarse de medidas temporales especiales de apoyo a los flujos de crédito. El endeudamiento destinado a la financiación de inversiones ocupó un lugar menor. En definitiva, a pesar del considerable endeudamiento en 2020, no se espera una caída importante

en la situación del ahorro de las empresas. Además, debido al descenso en la inversión, se espera que el ahorro neto de las empresas aumente en todos los países de la UE (véase el Graph 11).

- **El endeudamiento se vio facilitado por una serie de medidas políticas**. Además de la generosa provisión de liquidez a los bancos por parte de las autoridades monetarias y de una adaptación de las normas prudenciales, las garantías públicas del crédito ayudaron a mantener los flujos de crédito, especialmente en el caso de las pymes.
- **Las moratorias del pago de la deuda contribuyen a inflar la dinámica de la deuda en 2020**. El aplazamiento del pago de la deuda por parte de las SNF que permiten las moratorias en toda la UE, ya sea como medidas públicas o como iniciativas voluntarias de los prestamistas, implica un incremento automático en la dinámica del *stock* de deuda. Esto se ve confirmado por una relación positiva mucho más fuerte en 2020 entre el cambio en la deuda de las SNF y los préstamos otorgados por las instituciones financieras monetarias (IFM) «completamente nuevos» (excluyendo las renegociaciones y los reembolsos) que la relación observada en 2019 (véanse el Graph 17 y el Graph 18). Por tanto, en 2020 la dinámica de la deuda se vio menos afectada por los reembolsos que en el pasado, posiblemente debido a las moratorias.
- **De cara al futuro, se espera que la dinámica de la ratio deuda/PIB sea más moderada por una serie de razones.** En primer lugar, se espera que el aumento automático de las ratios de la deuda causado por la reducción en el denominador dure poco tiempo, ya que la ratio deuda/PIB en 2020 aumenta sobre todo debido a una recesión cíclica temporal (véase el Graph 19). En segundo lugar, las medidas excepcionales introducidas en 2020 se irán eliminando gradualmente. La expiración de las moratorias de la deuda llevará a un aumento de los reembolsos. La retirada gradual de las garantías de créditos conllevará unas menores posibilidades de obtener préstamos para las empresas en apuros. Además, los datos de las encuestas sugieren que, en adelante, podría producirse un endurecimiento de las condiciones de concesión de préstamos[35]. En tercer lugar, las SNF tendrán la posibilidad de ir agotando sus colchones de liquidez como alternativa a la solicitud de nuevos préstamos.
- **Unas dificultades prolongadas para el sector de las SNF podrían hacer mella en la inversión y en las perspectivas de reembolso.** La rentabilidad seguirá viéndose profundamente afectada, especialmente en los sectores de servicios expuestos a la pandemia. Esto podría conllevar no solo una moderación de la inversión, sino también dificultades en el pago de la deuda existente. De forma más general, la expiración de las moratorias de la deuda implicará una mayor carga de la deuda debido a los intereses acumulados.

[35] BCE (2020): The euro area bank lending survey (Encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro), segundo trimestre de 2020, julio de 2020.

Gráfico 17: Nuevos préstamos de IFM a SNF frente a la evolución de la deuda de las SNF en porcentaje del PIB, 2019

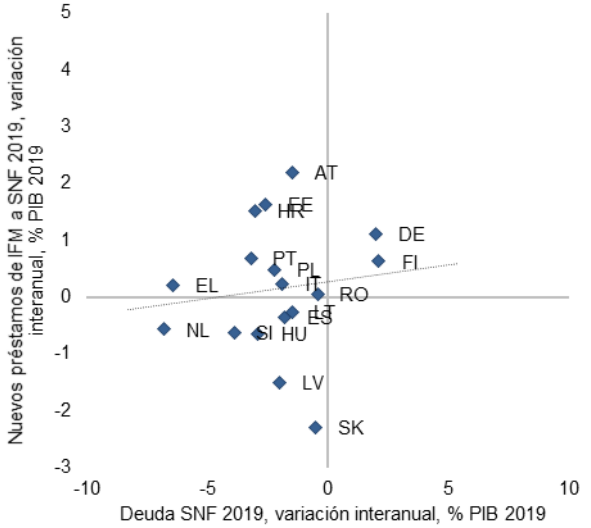
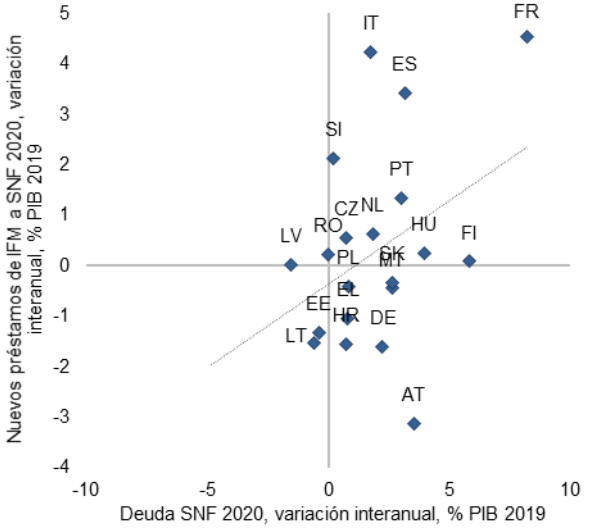


Gráfico 18: Nuevos préstamos de IFM a SNF frente a la evolución de la deuda de las SNF en porcentaje del PIB, 2020



Fuente: Base de datos MIR del BCE, AMECO, Eurostat y cálculos de los servicios de la Comisión (véase también, en el recuadro 1, las previsiones de deuda privada).
Nota: Los nuevos préstamos de IFM se refieren al crédito «completamente nuevo» concedido por instituciones financieras monetarias e incluyen únicamente los nuevos préstamos concedidos por IFM a SNF, con exclusión de las renegociaciones y los reembolsos. Excluye a Bélgica, Chipre y Luxemburgo por presentar valores anómalos y a Bulgaria, Dinamarca, Irlanda y Suecia debido a cuestiones de disponibilidad de datos.

Gráfico 19: Desglose de la variación de la ratio deuda de las SNF / PIB (2019 – 2020)

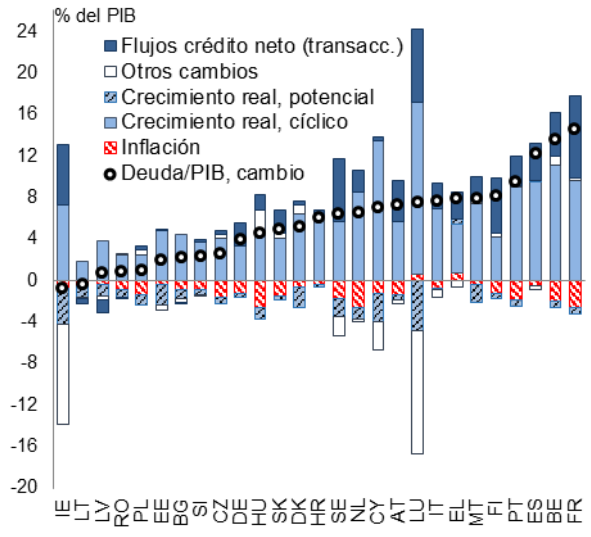
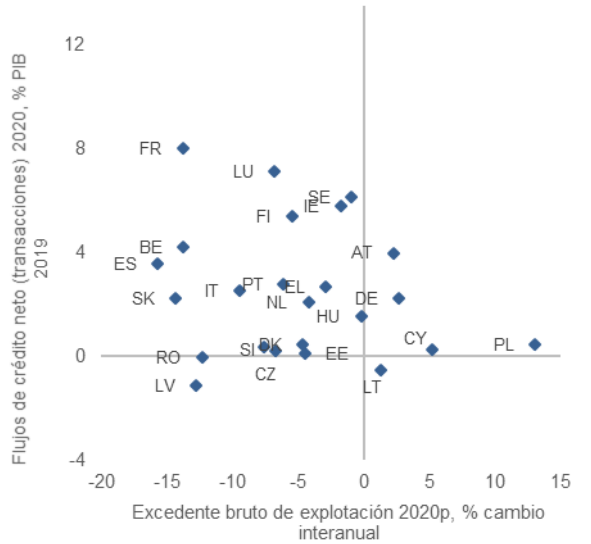
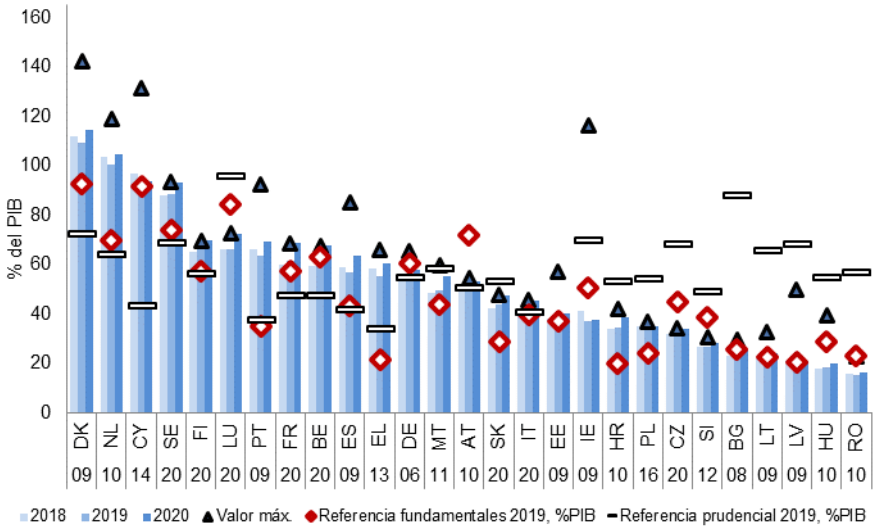


Gráfico 20: Evolución del excedente bruto de explotación en 2020 y crédito neto (operaciones) a SNF



Fuente: AMECO, estimaciones de Eurostat y los servicios de la Comisión (véase el recuadro 1) y cálculos basados en los datos mensuales del BCE sobre préstamos de IFM y operaciones de valores de deuda (flujos) con el sector privado de la base de datos sobre partidas del balance (BSI), previsiones económicas del otoño de 2020 de la Comisión Europea.
Nota: Los flujos de crédito netos (operaciones de deuda) corresponden a las operaciones de préstamos (F4) y valores de deuda (F3) de las cuentas de operaciones financieras sectoriales de Eurostat. El excedente bruto de explotación de las SNF no está disponible en el caso de Bulgaria, Croacia y Malta.

Gráfico 21: Deuda de los hogares



Fuente: Cuentas de los balances financieros sectoriales de Eurostat – préstamos (F4) más valores de deuda (F3), AMECO y estimaciones de los servicios de la Comisión (véase el recuadro 1).
Notas: Los países aparecen en orden decreciente de la ratio deuda de los hogares / PIB en 2019. Los números que figuran bajo los códigos de los países indican el año en que la ratio de deuda alcanzó su nivel máximo. Para consultar la definición de los niveles de referencia basados en las variables económicas fundamentales y de los umbrales prudenciales, véase la nota a pie de página34.

Por lo que respecta a los hogares, el brote de COVID-19 parece haber dado lugar a una dinámica de endeudamiento más moderada en vista de la reducción en las perspectivas de ingresos y del aumento de los ahorros.

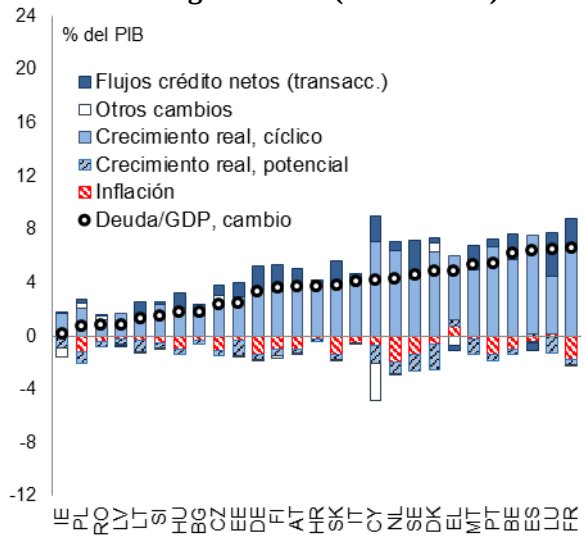
- **Se espera que, en 2020, los flujos de crédito netos (operaciones de deuda) a los hogares sean cercanos a cero o moderados en la mayor parte de los países de la UE**. Tal como se muestra en el Graph 22, las ratios deuda de los hogares / PIB crecientes en todos los países se están viendo impulsadas en gran medida por la caída en el PIB y no por las operaciones de crédito y valores, que son bastante limitadas y parecen haber disminuido en casi todos los países de la UE con respecto a 2019. La desaceleración en el endeudamiento de los hogares parece justificarse por el empeoramiento de sus perspectivas de ingresos y el aumento en los ahorros, en parte por precaución y en parte debido a las medidas restrictivas que obstaculizan las posibilidades de consumo. Las diferencias entre países están vinculadas, posiblemente, a la gravedad de los confinamientos y a la interrupción en la venta de viviendas, a los diferentes grados de apoyo estatal a los ingresos de los hogares, a las condiciones de crédito y también a las condiciones del mercado de la vivienda.

- **La desaceleración en el endeudamiento de los hogares se está produciendo a pesar de los efectos de las moratorias**. Al igual que sucede con las SNF, las moratorias de deuda tienen un efecto positivo en la evolución del *stock* de la deuda debido a la reducción en los reembolsos. Debido a este efecto, el *stock* de deuda de los hogares parece estar reduciéndose lentamente.

- **Es probable que la dinámica de la deuda de los hogares siga siendo moderada y podrían darse dificultades en los reembolsos en la medida en que se deterioren los mercados de trabajo**. A pesar de unas condiciones financieras propicias continuadas y de las medidas estatales para amortiguar los efectos de la crisis en el mercado de trabajo y en los hogares, los ingresos de los hogares seguirán bajo presión. En particular, tras haber disminuido hasta 2020, se prevé que las tasas de desempleo aumenten en todos los Estados miembros hasta el final de 2021. Esto

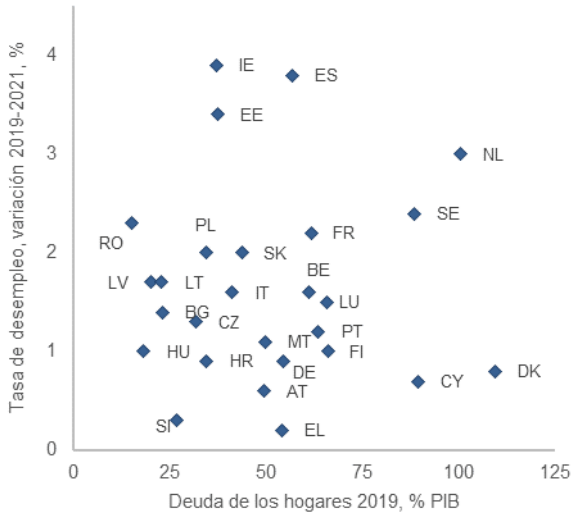
reflejará también las pérdidas de empleo que se produzcan por la finalización progresiva de las medidas que han adoptado los Estados para amortiguar el impacto de la pandemia, especialmente de los regímenes subvencionados de reducción del tiempo de trabajo, que se supone han de ser temporales con el fin de evitar el mantenimiento del empleo en las empresas inviables. El incremento de las dificultades en el reembolso de la deuda de los hogares podría darse también en países ya caracterizados por un endeudamiento de los hogares relativamente alto (Graph 23).

Gráfico 22: Desglose de la variación de la ratio deuda de los hogares / PIB (2019 – 2020)



Fuente: Los flujos de crédito netos (operaciones de deuda) corresponden a las operaciones de préstamos (F4) y valores de deuda (F3) de las cuentas de operaciones financieras sectoriales de Eurostat. Otras fuentes son AMECO, las estimaciones de los servicios de la Comisión (véase el recuadro 1) y cálculos basados en los datos mensuales del BCE sobre préstamos de IFM y operaciones de valores de deuda (flujos) con el sector privado de la base de datos sobre partidas del balance (BSI).

Gráfico 23: Deuda de los hogares y desempleo



Fuente: AMECO, datos de 2020 y 2021 procedentes de las previsiones económicas del otoño de 2020 de la Comisión Europea

Los precios de la vivienda siguieron incrementándose hasta principios de 2020, en algunos casos de forma acelerada.

- **En 2019, ocho Estados miembros experimentaron un aumento del precio real de la vivienda por encima del umbral del cuadro de indicadores** (Croacia, Chequia, Grecia, Hungría, Luxemburgo, Polonia, Portugal y Eslovaquia), uno más que en 2018. En términos generales, esto ha confirmado la continuación del crecimiento dinámico del precio de la vivienda observado aproximadamente desde mediados de la década.
- **Los precios de la vivienda crecieron en 2019 en casi todos los países de la UE y, en la mayoría de Estados miembros, se produjo una aceleración entre 2018 y 2019.** En cambio, se han observado desaceleraciones en Bulgaria, Dinamarca, Alemania, Irlanda, Letonia, Malta, Países Bajos, Rumanía, España y Eslovenia.
- **La reciente tendencia positiva en el crecimiento del precio de la vivienda estuvo impulsada principalmente por las variables económicas fundamentales.** Los bajos tipos de interés y unas rentas del trabajo en aumento eran los principales factores que impulsaban la reciente demanda de

servicios de vivienda, en un contexto en que la oferta de vivienda tendía a ir a la zaga. La aceleración en el crecimiento de la deuda hipotecaria solo se hizo visible una vez que la aceleración de los precios de la vivienda se consolidó y se generalizó más por toda la UE.

- **También se observa un fuerte crecimiento del precio de la vivienda en Estados miembros que presentan signos de sobrevaloración** (Graph 24). Se percibió cierta desaceleración en los precios entre 2018 y 2019 en algunos de los países que presentaban síntomas de sobrevaloración. Sin embargo, no fue así en otros casos notables, entre ellos Luxemburgo y Suecia.[36]

- **En la mayoría de los Estados miembros se detectan en 2019 indicios de sobrevaloración**. La comparación entre los índices de precios y los valores de referencia pone de manifiesto numerosos síntomas de sobrevaloración. Las limitaciones en la asequibilidad de la vivienda se ven confirmadas por las estimaciones de los niveles de precio. En aproximadamente la mitad de los países de la UE, son necesarios más de diez años de ingresos para adquirir una vivienda de 100 m²[37].

Gráfico 24: Variaciones de los precios deflactados de la vivienda y brechas de valoración en 2019

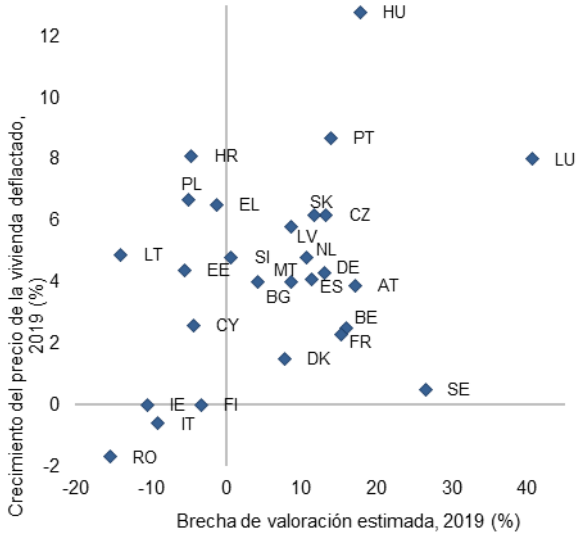
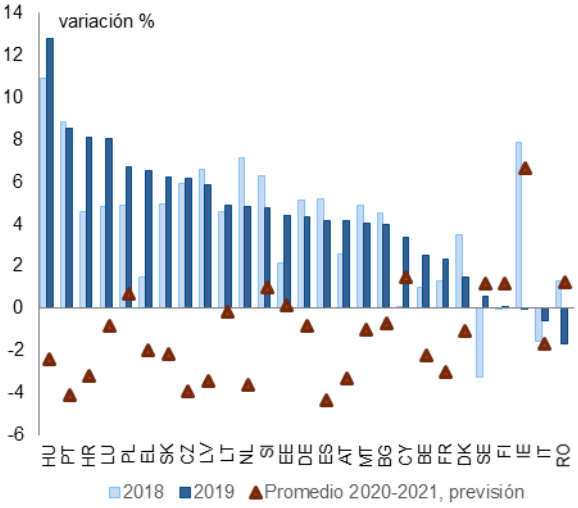


Gráfico 25: Evolución del crecimiento de los precios deflactados de la vivienda



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

[36] Las brechas de valoración en los precios de la vivienda se calculan con respecto a valores de referencia para reflejar el efecto de los precios de la vivienda específicos de cada país. Las brechas de valoración sintética se basan en la diferencia obtenida con distintos niveles de referencia: i) desviación de la ratio precios/ingresos con respecto a su media a largo plazo, ii) desviación de la ratio precios/rentas con respecto a su media a largo plazo, y iii) desviación respecto a los niveles de referencia calculados mediante regresión teniendo en cuenta las variables económicas fundamentales de la oferta y la demanda (véase N. Philiponnet y A. Turrini (2017), «Assessing House Price Developments in the EU», Documento de reflexión de la Comisión Europea n.º 048, mayo de 2017). En el cálculo de los niveles de referencia mediante regresión, a las variables explicativas cíclicas se les aplica un filtro HP para contener su volatilidad.

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

Nota: La brecha de sobrevaloración se estima como media de tres variables: las desviaciones en las ratios precios/ingresos y precios/renta respecto de sus medias a largo plazo, y brechas de valoración obtenidas con un modelo basado en la regresión de los determinantes de los precios de la vivienda (véase la nota a pie de página36). Las previsiones del precio de la vivienda se basan en el modelo de determinantes de precios de la vivienda basado en regresiones (véase la nota a pie de página40).

Se prevé que, de cara al futuro, la crisis de la COVID-19 deprima la dinámica reciente de los precios de la vivienda, especialmente debido a la disminución de los ingresos del trabajo.

- **Los datos trimestrales de 2020 muestran que el crecimiento real del precio de la vivienda empieza a moderarse en varios Estados miembros.** Si bien la mayoría de los países de la UE siguieron registrando un crecimiento de los precios en el segundo trimestre de este año con respecto al mismo trimestre de 2019, las desaceleraciones o incluso las caídas en los precios deflactados de la vivienda ya se han hecho notar en algunos casos. Se observan correcciones a la baja interanuales en Chipre y Hungría. Se observa desaceleración o estancamiento en más de la mitad de los países de la UE. Al fijarse en la dinámica intertrimestral de la primera mitad de 2020, se observa una pauta de correcciones a la baja más generalizadas, especialmente en Estonia, Hungría y Rumanía, pero también, en cierta medida, en Letonia, Portugal, Eslovenia y Suecia[38].

- **Las estimaciones de los niveles de precios basadas en las cotizaciones de los vendedores confirman el debilitamiento incipiente del mercado de la vivienda.** Los datos sobre el precio de la vivienda de hasta mediados de 2020 no reflejan plenamente el impacto de la crisis de la COVID porque las operaciones se acordaron, en muchos casos, antes del brote de COVID. Sin embargo, las estimaciones recientes de los precios de venta sugieren también correcciones a la baja en algunos países. [39]

- **Las previsiones del precio de la vivienda basadas en modelos también apuntan a un enfriamiento de los mercados de la vivienda hasta el final de 2021 y a correcciones a la baja en la gran mayoría de los Estados miembros de la UE** (Graph 25). La caída de las rentas del trabajo explica gran parte de las desaceleraciones previstas. Se espera que se produzcan importantes desaceleraciones sobre todo en los países que existen indicios de sobrevaloración en estos momentos.[40]

En varios Estados miembros, la sobrevaloración de los precios de la vivienda sigue coexistiendo con una alta deuda de los hogares. Este es el caso, en particular, de Bélgica, Dinamarca, Luxemburgo, Países Bajos y Suecia. En los Países Bajos se observan también altos niveles de precios con respecto a

[38] La evolución intertrimestral de los precios deflactados de la vivienda puede verse afectada por la estacionalidad. Esto sucede especialmente en Rumanía debido a la estacionalidad del deflactor utilizado, el deflactor de las cuentas nacionales para el gasto final en consumo privado. Datos más recientes, basados en el índice de precios de la vivienda Valueguard Hox, muestran que los precios nominales de la vivienda en Suecia experimentaron un aumento interanual del 8,9 % en septiembre de 2020.

[39] Estas estimaciones se obtuvieron a partir de una muestra aleatoria, estratificada por regiones, de casas y apartamentos con un máximo de seiscientos metros cuadrados. Los datos proceden del sitio web inmobiliario Idealista.com. Para cada país, el tamaño de la muestra inicial era de entre 1 700 y 2 000 propiedades. La composición de la muestra es dinámica, ya que algunas propiedades dejan de estar disponibles mientras que otras pasan a estarlo. El precio mediano por metro cuadrado fue objeto de seguimiento entre abril y septiembre de 2020, lo cual puso manifiesto una clara tendencia a la baja en los tres países analizados.

[40] Las previsiones de los precios de la vivienda son previsiones de los servicios de la Comisión Europea calculadas en el marco de un modelo de corrección del error, usando como variables explicativas: la población, la renta disponible, el parque de viviendas, los tipos de interés a largo plazo, el deflactor de precios del gasto de consumo final privado y el saldo de la relación de cointegración estimada.

la renta media de los hogares. El crecimiento del *stock* de hipotecas en 2019 fue especialmente rápido en Bulgaria y Malta (más del 10 % con respecto al año anterior) y estuvo por encima del 5 % en otros catorce países. En algunos casos, este fuerte crecimiento se produjo a partir de niveles ya relativamente altos, especialmente en Bélgica, Francia, Alemania, Luxemburgo y Malta. Salvo en los casos de Grecia y Portugal, el fuerte crecimiento de los precios de la vivienda fue acompañado de un fuerte crecimiento de las hipotecas[41].

3.3 Sector público

Las ratios de deuda pública continuaron bajando en la mayoría de los Estados miembros durante 2019 en un contexto de condiciones económicas que seguían siendo favorables, pero están volviendo a aumentar en toda la UE y, especialmente, en aquellos países más afectados por la crisis de la COVID-19. Las ratios de deuda superaron el umbral del cuadro de indicadores del 60 % del PIB en doce Estados miembros en 2019, menos que los catorce de 2018. Grecia, Italia y Portugal registraron una deuda superior al 100 % del PIB. Bélgica, Chipre, Francia y España estaban ligeramente por debajo de dicho nivel. Otros Estados miembros con una deuda superior al 60 % del PIB son Austria, Croacia, Hungría y Eslovenia. En 2019, las reducciones en las ratios de deuda pública fueron más visibles (más de 5 puntos porcentuales del PIB) en Chipre, Grecia e Irlanda, mientras que la deuda pública permaneció inalterada en Francia e Italia. En 2019 y en algunos años anteriores, en determinados casos —incluidos los de Bélgica, Chipre, Francia y Portugal— se observó una deuda pública superior al 60 % del PIB junto con una deuda del sector privado por encima del umbral del cuadro de indicadores respectivo.

Las ratios deuda pública / PIB están aumentando visiblemente con la crisis de la COVID-19. La pérdida de producción y de ingresos vinculada a las recesiones de 2020, así como las amplias medidas de apoyo aplicadas por los Estados para amortiguar el impacto de la crisis, están en el origen del aumento del endeudamiento y del crecimiento de los *stocks* de deuda en todos los Estados miembros de la UE. Los Gobiernos han dejado que funcionen los estabilizadores automáticos durante la crisis y han proporcionado apoyo presupuestario y de liquidez directo para mitigar la crisis sanitaria y la reducción del gasto del sector privado. Además, parte del incremento de las ratios deuda/PIB en 2020 se debe al efecto automático de un PIB nominal muy reducido.

- **Se prevé que, antes de que finalice 2021, las ratios de deuda pública permanezcan por encima de los valores de 2019 en todos los países de la UE, a veces por un amplio margen.** Se espera que, al acabar 2020, una cantidad sensiblemente mayor de Estados miembros superen el umbral del 60 % del PIB y que unos cuantos más superen el 100 %. En 2021, se prevé que las ratios de deuda se estabilicen o disminuyan moderadamente en aproximadamente la mitad de los países con la ayuda de la recuperación y la disminución prevista de los déficits (Graph 26). Sin embargo, en el resto de países de la UE, se prevé que la deuda pública siga aumentando en 2021,

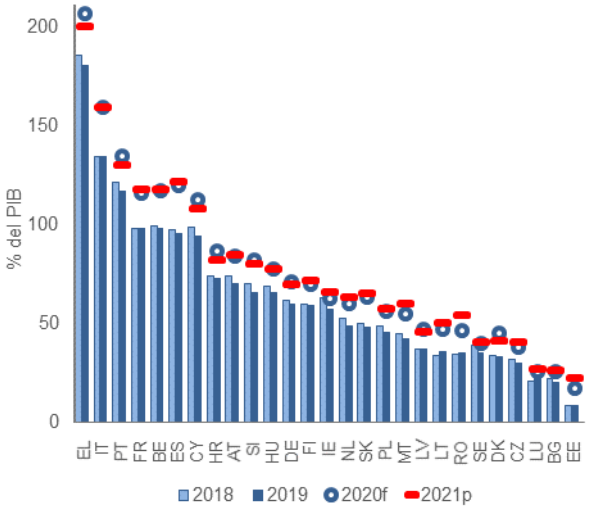
[41] En septiembre de 2019, la Junta Europea de Riesgo Sistémico (JERS) emitió avisos y recomendaciones específicos por país sobre vulnerabilidades a medio plazo en el sector inmobiliario residencial para nueve Estados miembros de la UE: recomendaciones a Bélgica, Dinamarca, Finlandia, Luxemburgo, Países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

especialmente en Rumanía, donde se espera que el elevado déficit público siga empeorando el año que viene y que la ratio de deuda suba de forma pronunciada, aunque partiendo de niveles relativamente bajos.

- **En general, se espera que los incrementos de las ratios de deuda pública sean mayores allí donde los niveles de deuda previos a la crisis eran ya relativamente altos.** Esto refleja el hecho de que las recesiones han sido, por lo general, más severas en estos países, sobre todo porque el contagio fue más generalizado o se vio seguido de vigorosas medidas de contención y porque se trata de economías que dependen más de sectores como el turismo. Se prevé que Grecia, Italia y España registren incrementos en las ratios de deuda pública superiores al 20 % del PIB en 2020. Los aumentos de la deuda reflejan también ajustes *stock*-flujo que hacen subir la deuda y que incluyen también formas de apoyo financiero que no se recogen en los saldos presupuestarios públicos. Se espera que estos efectos sean más altos en Chipre, Dinamarca, Alemania y Eslovenia.
- **La financiación de los Estados no se ha encarecido.** Durante 2019, los rendimientos de la deuda pública se mantuvieron estables o fueron disminuyendo. Tras la conmoción causada por la COVID-19 y las consiguientes perturbaciones en los mercados financieros durante marzo y abril, repuntaron bruscamente en el caso de algunos países de la zona del euro, pero también en el de otros no pertenecientes a esta. Sin embargo, en un contexto de reducción de la volatilidad en los mercados financieros y tras las amplias medidas de las autoridades monetarias, los rendimientos han vuelto a reducirse y a converger hacia los niveles existentes a principios de 2020, en algunos casos bajando incluso más aún y subiendo muy ligeramente en casos muy contados.

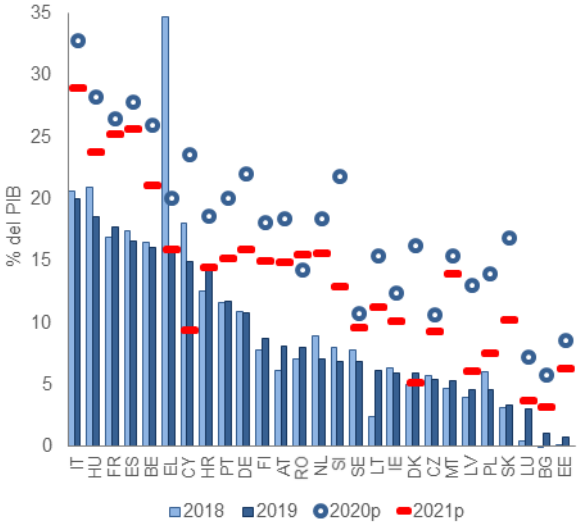
La estructura de la deuda pública podría agravar los riesgos adicionales para algunos países. Los calendarios de vencimiento de la deuda pública difieren considerablemente entre Estados miembros, lo cual implica también necesidades diferentes de refinanciación en un futuro próximo. Se prevé que, en los próximos años, las necesidades brutas de financiación sean iguales o superiores al 20 % del PIB en los casos de Bélgica, Francia, Hungría, Italia y España (Graph 27). Algunos países no pertenecientes a la zona del euro que no participan en el MTC II, incluidas Hungría y Rumanía, se enfrentan a riesgos adicionales a causa de los porcentajes relativamente amplios de su deuda pública denominados en moneda extranjera.

Gráfico 26: Deuda pública



Fuente: AMECO, los datos de 2020 y 2021 proceden de las previsiones económicas del otoño de 2020 de la Comisión Europea
Nota: Los países aparecen en orden decreciente de la deuda pública como porcentaje del PIB en 2019.

Gráfico 27: Necesidades brutas de financiación pública



Fuente: Cálculos de los servicios de la Comisión
Nota: Las necesidades brutas de financiación se calculan sumando el déficit presupuestario, los ajustes *stock*-flujo y las amortizaciones de deuda. Los países aparecen en orden decreciente de las necesidades de financiación pública como porcentaje del PIB en 2019.

3.4 Sector financiero

El sector bancario de la UE se ha fortalecido considerablemente durante los últimos años a pesar de los retos que aún persisten, relacionados con la baja rentabilidad y los préstamos dudosos en unos pocos Estados miembros.

- **El sector bancario de la UE goza de una salud más robusta que la que tenía al comenzar la crisis financiera global.** Los préstamos dudosos han disminuido considerablemente, especialmente allí donde eran más numerosos. Las ratios de capital dejaron de crecer en 2018, tras haber superado los requisitos normativos de nivel 1 en todos los Estados miembros. Los bancos cuentan también con unos colchones de liquidez mucho más robustos que hace una década. El aumento de los pasivos del sector financiero siguió siendo limitado en 2019, y solo Hungría superó el umbral del cuadro de indicadores.

- **El sector bancario de la UE se sigue viendo afectado por unos bajos niveles de rentabilidad**, que disminuyeron aún más en 2019, en un entorno de tipos de interés bajos. La rentabilidad parece especialmente baja en Chipre, Alemania, Grecia, Irlanda y Portugal. Por su parte, las ratios de capital son comparativamente más bajas en Alemania, Grecia, Hungría, Portugal y España.

- **Unos cuantos países de la UE se enfrentan a una combinación de baja rentabilidad, ratios de capital inferiores a la media y gran cantidad de préstamos dudosos** (Graph 28 y Graph 29).[42] En Grecia, la ratio de préstamos dudosos ha disminuido, pero se sitúa aún en torno al 35 %,

[42] En el conjunto de indicadores auxiliares del cuadro de indicadores, los préstamos dudosos se definen como el total de préstamos y anticipos brutos dudosos expresado como porcentaje del total de préstamos y anticipos brutos

mientras que la rentabilidad es solo marginalmente positiva y las ratios de capital figuran entre las más bajas de la UE. Los bancos chipriotas han registrado mejoras considerables en cuanto a su muy alta ratio de préstamos dudosos, que ha caído por debajo del 20 %, y la rentabilidad bancaria ha sido positiva, pero inferior a la media de la UE. En Italia, Bulgaria y Portugal, la ratio de préstamos dudosos se ha reducido notablemente en los últimos años; también en 2019 ha seguido disminuyendo —aunque en menor medida— hasta quedar por debajo del 7 %. Las ratios de capital están por debajo de la media en Italia y Portugal, y la rentabilidad es más baja, sobre todo en el caso de Portugal.

Es probable que la conmoción causada por la COVID-19 tenga un impacto importante en la calidad de los activos de los bancos, así como en su rentabilidad y su capital. Estos efectos no son aún visibles y podrían tardar cierto tiempo en materializarse, dadas —entre otras cosas— las amplias medidas políticas de apoyo. La conmoción de la COVID-19 ha supuesto un importante lastre para las perspectivas económicas y algunos bancos concretos están muy expuestos a sectores afectados por la crisis de manera desproporcionada. La abundante liquidez facilitada por los bancos centrales ha contribuido a limitar la contracción del crédito tras el brote de COVID-19; asimismo, la suspensión del pago de dividendos y una cierta flexibilidad normativa temporal están dando también un cierto margen de maniobra a los bancos. Sin embargo, se vislumbran una serie de retos que pueden hacer mella en los balances y el capital de las entidades bancarias[43]:

- **Incremento de los préstamos dudosos.** Las dificultades para el reembolso de la deuda que experimentan las SNF cuya rentabilidad se ve más afectada por la crisis de la COVID-19 implicará, con toda probabilidad, un incremento de los préstamos dudosos. Se prevé que las quiebras aumenten de manera especial en aquellos sectores en que el margen de maniobra para reducir el distanciamiento físico es más limitado. El hecho de que las perspectivas en materia de renta de los hogares y empleo no sean del todo halagüeñas implicaría también que cantidades importantes de deuda hipotecaria podrían pasar a ser dudosas. Además, en los países que se enfrentan a problemas heredados, a los bancos les resultará más difícil vender los préstamos dudosos existentes. Ya se están produciendo pagos aplazados debido a las moratorias. Debido a las moratorias en vigor, un porcentaje de préstamos que, normalmente, serían clasificados como dudosos podrían actualmente no estar señalados como tales. Los datos disponibles sobre una muestra de bancos sistémicos de la UE sugieren que el *stock* de préstamos dudosos dejó de bajar a

(importe en libros bruto), correspondiente al sector informador «Grupos bancarios y entidades de crédito independientes nacionales, filiales bajo control extranjero y sucursales bajo control extranjero, todas las entidades». Los valores figuran en el cuadro 2.1 anexo. Los datos armonizados sobre las ratios de préstamos dudosos solo están disponibles desde 2014. Por consiguiente, en cuanto a los datos sobre 2008 y al «aumento hasta el máximo», el Gráfico 29 muestra la ratio entre los instrumentos de deuda dudosos (NPD, por sus siglas en inglés) (datos brutos) y el total de los instrumentos de deuda (datos brutos), que está disponible en series cronológicas más largas y que hace referencia, además de a los préstamos, a otros instrumentos de deuda en posesión del sector bancario. Esto último suele ser ligeramente inferior a las ratios de préstamos dudosos, sobre todo porque el denominador es mayor, es decir, el total de los instrumentos de deuda (datos brutos) es mayor que el total de los préstamos. La máxima diferencia entre ambas ratios asciende en la actualidad a 4 puntos porcentuales (Grecia), mientras que para la mayoría de los Estados miembros se sitúa por debajo de 1 punto porcentual.

[43] Para consultar una prueba de resistencia reciente del BCE que hace una estimación de las pérdidas de capital del sector bancario de la zona del euro en escenarios alternativos, véase: https://www.bankingsupervision.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ssm.pr200728~7df9502348.en.html.

partir del segundo trimestre de 2020[44]. Las estimaciones provisionales de la posible evolución de las ratios de préstamos dudosos apuntan a un importante incremento[45].

- **Se espera que la rentabilidad de los bancos de la UE siga empeorando.** Se espera que la rentabilidad baje aún más a consecuencia de la disminución de la demanda de crédito, la compresión de los márgenes de interés y las pérdidas crediticias[46]. De forma sistemática, las valoraciones del capital bancario han registrado importantes bajadas tras el brote de COVID-19. Las valoraciones del capital bancario ya se habían estancado durante 2019 y experimentaron una importante bajada en marzo de 2020, justo al comenzar el brote de COVID-19; desde entonces, solo se han recuperado marginalmente y han ido claramente a la zaga respecto de los índices bursátiles europeos en general.
- **Valoraciones de activos.** Los bancos están absorbiendo grandes porcentajes de deuda pública. Las instituciones financieras vinculadas a los Estados de países con finanzas públicas más frágiles podrían verse expuestos a espirales de reacciones adversas. Además, unos mercados inmobiliarios con tendencia al debilitamiento —especialmente en el caso de los inmuebles de uso comercial— pueden reducir el valor de las garantías hipotecarias y dar lugar a un círculo vicioso entre los precios de la vivienda, los balances de las entidades bancarias y la disponibilidad de hipotecas.

Esta crisis prolongará aún más el entorno de bajos tipos de interés, con posibles efectos adversos para el sector financiero no bancario. Dado que el entorno de bajo rendimiento afecta sobre todo a los activos financieros de bajo riesgo, afecta también a la rentabilidad y los balances de las entidades financieras no bancarias con carteras de activos invertidos en gran medida en tales activos de bajo riesgo, como las compañías de seguros —sobre todo en el subsector de los seguros de vida— y los fondos de pensiones. En su búsqueda de rentabilidad, muchas instituciones financieras no bancarias incrementaron su apalancamiento y su exposición a activos más arriesgados cuyos precios bajaron tras el brote de la COVID, dando lugar a importantes pérdidas de valoración, especialmente para los fondos de inversión. También se espera que los acontecimientos recientes tengan efectos adversos sobre el sector de los seguros[47].

[44] Fuente: Cuadro de riesgos de la ABE, segundo trimestre de 2020.
[45] La ratio de préstamos dudosos en la zona del euro podría aumentar entre diciembre de 2019 y 2021 en un 1,7 % y un 2,3 %, según Allianz Research, «European Banks – Could Eur 300 bn of Additional NPLs Crunch the Recovery in Europe?» (Bancos europeos: ¿podrían 300 000 millones de euros en préstamos dudosos adicionales frustrar la recuperación en Europa?), de julio de 2020.
[46] BCE, «Financial Stability Review» (Informe sobre la Estabilidad Financiera), mayo de 2020. ABE, «The EU Banking Sector: First Insight into the Covid-19 Impacts» (El sector bancario de la UE: primer análisis de los efectos de la COVID-19), nota temática EBA/REP/2020/17.
[47] AESPJ (2020): «Financial Stability Report» (Informe sobre la Estabilidad Financiera), julio de 2020.

Gráfico 28: Rentabilidad y capital del sector bancario

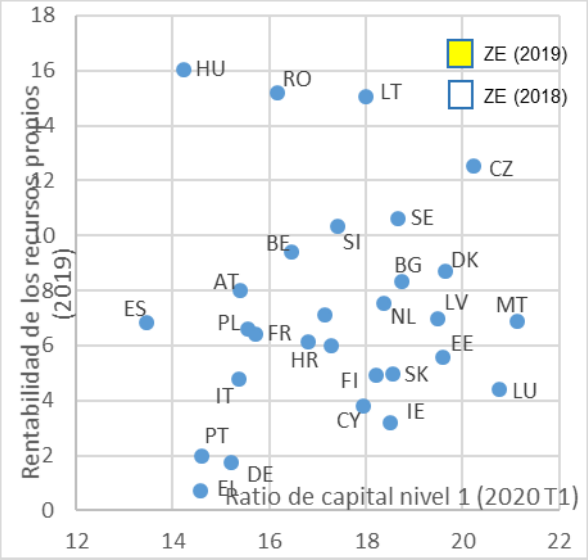
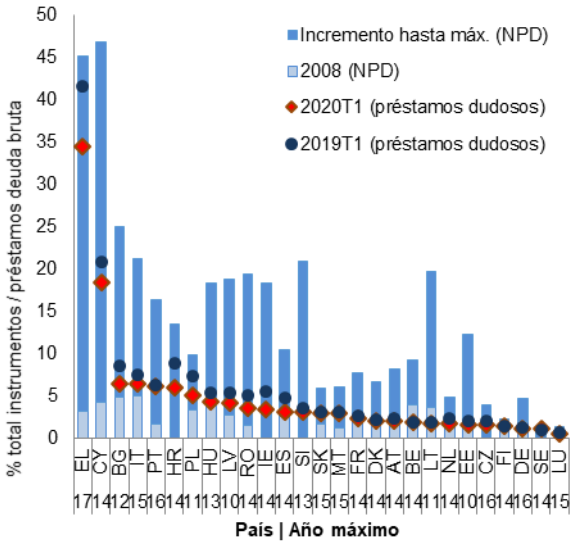


Gráfico 29: Préstamos dudosos



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

Nota: Los valores medios para la zona del euro Graph 28 no están ponderados en función del tamaño de la economía. No se dispone de datos brutos sobre los instrumentos de deuda dudosos (NPD, por sus siglas en inglés) para 2008 respecto de Croacia, Chequia, Irlanda, Eslovenia y Suecia. En el Graph 29, los datos relativos a 2008 y al «aumento hasta el máximo» se refieren a la ratio entre los NPD (datos brutos) y los instrumentos de deuda total bruta; las ratios de préstamos dudosos se refieren al primer trimestre de 2018 y al primer trimestre de 2019; los números que figuran bajo los códigos de país indican el año en que los NPD alcanzaron su nivel máximo.

Cuadro 2: Evolución del empleo y de la situación social

En 2019, antes de la pandemia, los mercados laborales de la UE continuaron mejorando a pesar de que la economía europea ya estaba ralentizándose. En 2019 el empleo siguió aumentando en la UE y registró un nuevo máximo en el número de personas ocupadas. Ese mismo año, la tasa de desempleo creció en casi todos los Estados miembros. Bulgaria registró el mayor aumento de la tasa de empleo (2,4 puntos porcentuales), seguida de Chipre (1,9 puntos porcentuales), Grecia (1,6 puntos porcentuales) y Croacia (1,5 puntos porcentuales). El desempleo siguió disminuyendo en casi todos los Estados miembros, alcanzando su tasa más baja desde 2000 (6,5 %) en diciembre de 2019, de forma que todos los países iniciaron 2020 con las tasas de desempleo más bajas desde 2013. La caída fue especialmente intensa en los países con un elevado nivel de desempleo, como Grecia y Croacia (-2 puntos porcentuales), Chipre (-1,3 puntos porcentuales) y España (-1,2 puntos porcentuales), mientras que en Suecia la tasa de desempleo aumentó 0,4 puntos porcentuales y en Luxemburgo y Lituania se situó en torno al mismo nivel de 2018, aunque partiendo de niveles comparativamente bajos en los tres casos. Por lo tanto, antes de la pandemia de COVID-19 disminuyeron notablemente las diferencias en las tasas de desempleo entre países, aunque seguían siendo significativas.

Las tasas de actividad también se mostraron bastante resilientes a la ralentización anterior a la pandemia, mientras que el *desempleo juvenil* y el de *larga duración* mejoraron de forma más marcada que el resto de indicadores del mercado laboral. En 2019, la tasa de actividad (15-64 años) solo disminuyó en Francia (-0,4 puntos porcentuales), Letonia (-0,2 puntos porcentuales) y Estonia (-0,2 puntos porcentuales). La brecha entre los países con la tasa de actividad más baja y la más alta se mantuvo, en general, estable, en torno a los 16 puntos porcentuales. En 2019, el *desempleo de larga duración* disminuyó en todos los Estados miembros, registrando todos ellos unas tasas inferiores a las de los tres años anteriores. Las tasas de desempleo de larga duración más elevadas se registraron en Grecia (12,2 % de la población activa), Italia (5,6 %) y España (5,3 %). En casi todos los países de la UE, la *tasa de desempleo juvenil* disminuyó en los tres años transcurridos hasta 2019; sin embargo, seguía siendo superior al 30 % en Grecia y España, con Italia justo por debajo de ese nivel. Al mismo tiempo, en 2019 el 10,1 % de los jóvenes (entre 15-24 años) de la UE no estudiaban, ni trabajaban, ni recibían formación («ninis»). Por otra parte, varios Estados miembros (como Bulgaria, Croacia, Chipre, Francia, Grecia, Hungría, Irlanda, Italia, Rumanía, Eslovaquia y España) registraron tasas superiores al 10 %.

La pobreza y la exclusión social siguieron reduciéndose en 2019, pero siguen siendo elevadas en varios Estados miembros. El porcentaje de personas con riesgo de pobreza o exclusión social (AROPE) continuó disminuyendo en la UE, hasta alcanzar el 21,4 % en 2019[48]. Todos los países registraron descensos en los tres años transcurridos hasta el 2019, excepto Suecia y Luxemburgo, que registraron aumentos, aunque partían de niveles comparativamente bajos. A pesar de un descenso significativo del índice AROPE, de casi el 39 % al 32,5 %, Bulgaria sigue registrando el nivel más alto de la UE, seguida de Rumanía y Grecia, con más del 30 % en ambos casos, mientras que España, Letonia y Lituania registraron índices superiores al 25 %.

Sin embargo, la pandemia de COVID-19 ha cambiado drásticamente las perspectivas. En pocas semanas, las perspectivas para 2020 han empeorado drásticamente. En el segundo trimestre de 2020, el PIB se situaba casi un 15 % por debajo del nivel de finales de 2019 (18 % en la zona del euro) y el empleo se redujo un 3 %, es decir, 6 millones menos de empleados (el 2,9 % en la zona del euro). Estos son los mayores descensos jamás observados en la fase inicial de una recesión. Asimismo, existe una gran incertidumbre asociada a las consecuencias de esta

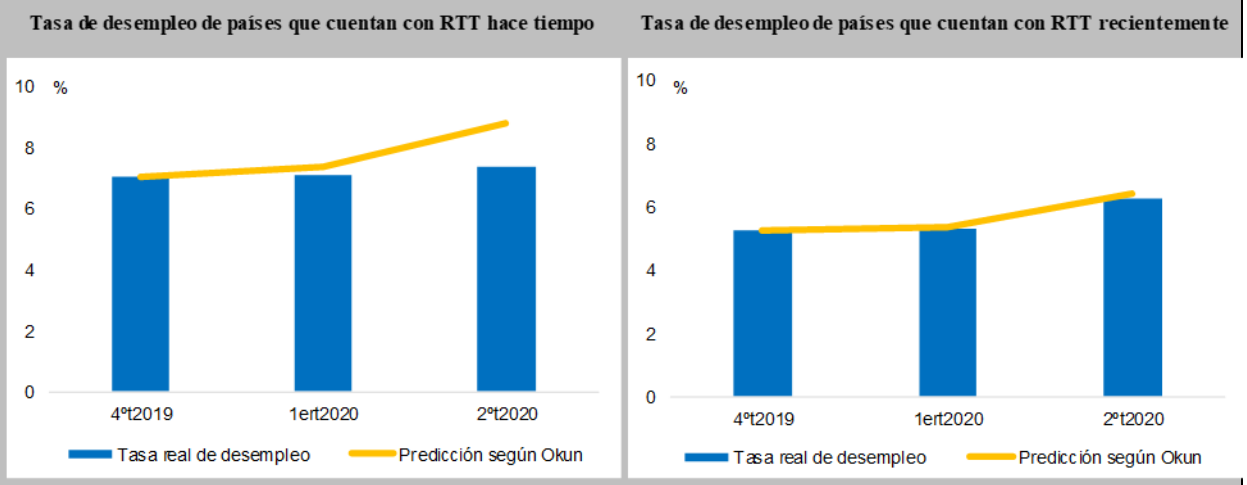
[48] Media ponderada de los 25 Estados miembros cuyos datos estaban disponibles a 23 de octubre de 2020. El indicador de *personas con riesgo de pobreza o exclusión social (AROPE)* se corresponde con la proporción de personas vulnerables en función de, al menos, uno de tres indicadores sociales: 1) el *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 media nacional; 2) la *privación material grave (SMD)*, que incluye indicadores que tienen que ver con la falta de recursos y representa el porcentaje de personas que sufren al menos cuatro de los nueve elementos de privación, basados en la incapacidad de afrontar determinados tipos de gastos; 3) las *personas que viven en un hogar con muy baja intensidad laboral*, que son aquellas de entre 0 y 59 años de edad que viven en un hogar en el que los adultos (18-59 años) han trabajado menos del 20 % de su potencial de trabajo total durante el último año.

perturbación sin precedentes, ya que el impacto económico puede variar considerablemente de un país a otro, dependiendo, entre otros factores, de la intensidad de los brotes y de sus diferentes especializaciones sectoriales.

El uso generalizado de regímenes de reducción del tiempo de trabajo ha mitigado el impacto de la recesión sobre el desempleo. Aunque la tasa de desempleo aumentó en todos los Estados miembros, lo que constituye una clara ruptura con la evolución de años anteriores, el aumento fue relativamente pequeño en la mayoría de los países. El recurso generalizado a los regímenes de reducción del tiempo de trabajo contribuyó a frenar la destrucción masiva de puestos de trabajo que, de otro modo, muchos países habrían experimentado tras las graves pérdidas de producción de los dos primeros trimestres de 2020. Este es el caso, en particular, de los países que cuentan hace tiempo con regímenes de reducción del tiempo de trabajo; en cambio, en los países que los han introducido recientemente, estos sistemas apenas reducen el aumento del desempleo en comparación con lo que cabría esperar basándose en los datos históricos (gráfico 1)[49], en parte debido a su concepción o a retrasos en su ejecución.

La caída de la tasa de actividad explica el descenso de las tasas de desempleo observada en algunos Estados miembros. La gravedad de la recesión ha provocado la inactividad de muchos desempleados, al abandonar estos la búsqueda de empleo. En nueve Estados miembros, que representan más de un tercio de la población de la UE, se produjo una contracción de la tasa de actividad. En el conjunto de la UE, la tasa de actividad (15-64) cayó del 73,5 % en el cuarto trimestre de 2019 al 71,8 % en el segundo trimestre de 2020. Por ejemplo, en Italia, el descenso de 2 puntos porcentuales de la tasa de desempleo entre enero y abril refleja una caída más acusada de la tasa de actividad, de 3,5 puntos porcentuales, que la de la tasa de empleo (-1,7 puntos porcentuales).

Gráfico: Tasa de desempleo real en presencia de regímenes de reducción del tiempo de trabajo y previsión según la ley de Okun



Fuente: Labour Markets and Wage Developments in Europe 2020 (Evolución de los mercados laborales y de los salarios en Europa 2020)
Nota: La ley de Okun se refiere a la relación que se ha observado entre el desempleo y las pérdidas de producción de un país.

La crisis de la COVID-19 está afectando más, y de manera desproporcionada, a los trabajadores más vulnerables y puede requerir esfuerzos sostenidos para mitigar el aumento de las desigualdades sociales y económicas. El impacto de la pandemia en el empleo varía según los países, los sectores y los trabajadores[50]. En particular, es probable que los trabajadores más vulnerables desde el punto de vista económico (trabajadores poco

[49] Comisión Europea (2020), «Labour Market and Wage Developments in Europe 2020» (Evolución de los mercados laborales y de los salarios en Europa 2020, de próxima aparición). Países que cuentan desde hace tiempo con regímenes de reducción del tiempo de trabajo: Alemania, Austria, Bélgica, España, Finlandia, Francia, Italia, Luxemburgo, Portugal y Suecia.
[50] Véase también Basso, G., *et al*. (2020), «The new hazardous jobs and worker reallocation» (Los nuevos trabajos peligrosos y la reasignación de los trabajadores), OECD Social, Employment and Migration Working Papers, n.º 247, OECD Publishing, París, https://doi.org/10.1787/400cf397-en.

cualificados, trabajadores con salarios bajos, inmigrantes nacidos fuera de la UE) y los trabajadores jóvenes tengan un empleo en sectores especialmente expuestos a los riesgos epidemiológicos (como el comercio minorista y la hostelería); la mayoría de ellos se hallan en formas de empleo atípicas. Como consecuencia de ello, en ausencia de medidas correctoras, el impacto de la COVID-19 podría afectar de forma proporcionalmente mayor a las personas con ingresos más bajos, dando lugar a un aumento de las tasas de pobreza. En este contexto, los Estados miembros han adoptado medidas temporales para apoyar a los grupos vulnerables con rentas muy bajas y a las personas sin derecho a prestaciones por desempleo. De cara al futuro, las respuestas políticas nacionales, respaldadas por iniciativas de la UE como SURE, REACT-UE, los Fondos EIE y el MRR, son importantes para amortiguar eficazmente las repercusiones de la crisis en la situación social.

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

Los desequilibrios macroeconómicos han ido corrigiéndose en su mayoría hasta 2019 en unas condiciones económicas favorables, pero están surgiendo nuevos riesgos tras la pandemia de COVID-19.

- **Los desequilibrios de flujo corregidos tras la crisis financiera de 2008 y la expansión económica a partir de 2013 contribuyeron a reducir los desequilibrios en términos de *stock*,** principalmente gracias a un denominador mayor que redujo las ratios deuda/PIB. Al mismo tiempo, en los últimos años, la expansión ha supuesto algunos riesgos de recalentamiento, principalmente en el nivel de los precios de la vivienda y de la competitividad de los costes, especialmente cuando el crecimiento fue mayor. Estas tendencias continuaron hasta 2019.
- **Tras la pandemia de COVID-19, es posible que una serie de desequilibrios macroeconómicos existentes se agraven y aparezcan nuevos riesgos.** Las previsiones y los datos infraanuales sugieren, en particular, que están aumentando las ratios de deuda pública y de deuda del sector privado en relación con el PIB. De cara al futuro, las perspectivas de reembolso de la deuda pueden verse amenazadas por los persistentes niveles modestos de actividad económica, las quiebras empresariales y la debilidad del mercado laboral. Los balances de los bancos pueden verse afectados en el futuro por las dificultades de la deuda, así como por el deterioro de la rentabilidad. Al mismo tiempo, el dinamismo excesivo de los precios de la vivienda que caracterizaba el pasado reciente puede convertirse en correcciones a la baja.

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

- Varios Estados miembros siguen estando principalmente afectados por *factores de vulnerabilidad múltiples e interconectados relacionados con los stocks*. Este es normalmente el caso de los países afectados por ciclos crediticios con fluctuaciones extremas, asociadas a reversiones de los saldos por cuenta corriente a raíz de la crisis financiera mundial, que también han tenido implicaciones para el sector bancario y la deuda pública. Varios de esos Estados miembros se han visto gravemente afectados por la recesión causada por la COVID-19, lo que refleja también la importancia relativamente elevada del turismo en sus economías.
    - En el caso de Chipre y Grecia, sus elevados *stocks* de deuda y sus posiciones de inversión internacional neta ampliamente negativas se añaden a los retos persistentes en el sector financiero, aunque se han observado mejoras en materia de préstamos dudosos y rentabilidad en los bancos chipriotas, y la disminución de los préstamos dudosos se ha acelerado en Grecia desde 2019, si bien el nivel de estos préstamos sigue siendo muy elevado. En el caso de Grecia, el aumento de la producción potencial ha sido bajo en un contexto de elevado desempleo.
    - En Croacia, España, Irlanda y Portugal, las vulnerabilidades derivadas de problemas heredados en términos de *stocks* también son significativas, y múltiples, y están interconectadas. En estos países, los desequilibrios relacionados con los *stocks* se han reducido hasta ahora como consecuencia del crecimiento del PIB nominal. Ello estaba asociado en algunos casos a la reaparición de fuertes subidas de los precios de la vivienda (en Irlanda y,

más recientemente, en Portugal), así como a la reanudación del incremento de los costes laborales unitarios (CLU) y el estancamiento de los aumentos de competitividad en España y Portugal. Sin embargo, estas tendencias parecen estar debilitándose con la crisis, mientras que, en su lugar, las ratios deuda/PIB están aumentando debido al menor crecimiento del PIB nominal y al aumento del endeudamiento.

- En Rumanía y Hungría, las vulnerabilidades están relacionadas con la interacción entre la deuda pública y la financiación exterior. En Rumanía, el déficit por cuenta corriente ha aumentado tras años de fuerte crecimiento de los costes laborales unitarios y de la demanda interna. La deuda pública ha aumentado rápidamente y se prevé que siga aumentando, agravando las necesidades de financiación exterior. En Hungría, la deuda pública genera grandes necesidades a la luz de los plazos cortos de vencimiento, y la fuente de tal financiación es en parte exterior. En ambos países, una parte no desdeñable de la deuda está denominada en moneda extranjera.

- En unos cuantos Estados miembros, las vulnerabilidades están relacionadas principalmente con los *grandes volúmenes de deuda de las Administraciones públicas, que siguen aumentando por la crisis*, y con inquietudes en cuanto al *aumento de la producción potencial* y la *competitividad*. Este es el caso, en particular, de Italia, donde las vulnerabilidades también están relacionadas con el sector bancario y el todavía gran *stock* de préstamos dudosos, aunque rápidamente decreciente al menos hasta el estallido de la crisis, en un contexto duradero de resultados mediocres del mercado de trabajo. Bélgica y Francia afrontan principalmente problemas relacionados con un alto nivel de deuda de las Administraciones públicas, y con el crecimiento potencial, también en un contexto de competitividad sometida a presiones. En Francia, el *stock* relativamente elevado de deuda del sector privado ya estaba aumentando antes de esta última crisis y ha seguido haciéndolo este año. En Bélgica, un nivel de deuda de los hogares relativamente elevado y creciente se combina con una posible sobrevaloración de los precios de la vivienda; la posición exterior se mantiene sólida, pero se ha debilitado un tanto recientemente. Se prevé que la deuda pública en estos países aumente a la luz de la recesión en curso que está erosionando la base de ingresos y de las medidas adoptadas para amortiguar el impacto de la crisis. En el caso de Bélgica, se espera que tanto la deuda del sector privado como la deuda pública crezcan partiendo de niveles ya superiores a los umbrales del cuadro de indicadores del PDM.

- Algunos Estados miembros se caracterizan por unos superávits por cuenta corriente grandes pero en descenso constante y que se mantienen por encima de los niveles que justificarían las variables económicas fundamentales. Este es el caso, en particular, de Alemania y los Países Bajos. En los Países Bajos, un gran superávit va acompañado de un elevado *stock* de deuda de los hogares y un fuerte aumento de los precios de la vivienda; en Alemania también se han observado recientemente presiones sobre los precios de la vivienda, pero los niveles de deuda son relativamente bajos. Los grandes superávits, aunque decrecientes, pueden reflejar oportunidades desaprovechadas de inversión interna y crecimiento, que repercuten en el resto de la zona del euro en un contexto de persistencia de una inflación inferior al objetivo y de debilitamiento de la demanda externa.

- En algunos Estados miembros, la *evolución del mercado de la vivienda ha dado lugar a riesgos relacionados con las valoraciones de los precios de estas en un contexto de elevada deuda de los hogares*. Así ha sucedido en particular en Suecia y, en menor medida, en Austria, Dinamarca y Luxemburgo, donde en los últimos años se han observado subidas sostenidas de los precios de la vivienda en un contexto de posibles brechas de sobrevaloración y niveles significativos de deuda de los hogares. Los datos de los últimos años señalan cierto ajuste a la baja, de corta duración, de

los precios, la existencia de sobrevaloraciones en Suecia, y la moderación del crecimiento de los precios de la vivienda en los otros casos (excepto en Luxemburgo). La situación en Finlandia no parece caracterizarse por fuertes subidas o una posible sobrevaloración de los precios de la vivienda, sino por una deuda de los hogares elevada y en aumento. Es probable que la evolución tras el brote de COVID-19 se caracterice por la desaceleración o las correcciones a la baja de los precios de la vivienda. El seguimiento debe determinar si dicho ajuste se lleva a cabo de manera ordenada.

La agravación en curso de los desequilibrios en términos de *stock* no debería implicar automáticamente la necesidad de nuevos exámenes exhaustivos. La agravación de los riesgos, en particular los relacionados con la deuda del sector privado y la pública, afecta especialmente a los países ya identificados con desequilibrios o desequilibrios excesivos. En segundo lugar, las previsiones siguen estando rodeadas de una incertidumbre sustancial, especialmente a la luz de la evolución de la pandemia, una incertidumbre que probablemente seguirá teniendo un carácter generalizado cuando se realicen los exámenes exhaustivos. En tercer lugar, los grandes aumentos de la ratio deuda/PIB en 2020 son, en parte, el resultado de importantes descensos temporales del PIB nominal y de decisiones políticas deliberadas destinadas a amortiguar el impacto de la crisis.

El presente IMA llega a la conclusión de que está justificada la realización de exámenes exhaustivos a 12 Estados miembros: Alemania, Chipre, Croacia, España, Francia, Grecia, Irlanda, Italia, los Países Bajos, Portugal, Rumanía y **Suecia**. Dichos Estados miembros fueron sometidos a un examen exhaustivo en el anterior ciclo anual de supervisión del PDM, y se determinó que experimentaban desequilibrios o desequilibrios excesivos. Los nuevos exámenes exhaustivos contribuirán a profundizar en el análisis de esos retos y a evaluar las necesidades de adopción de medidas. En particular, se efectuarán exámenes exhaustivos para evaluar si estos desequilibrios están agravándose o corrigiéndose, con el fin de actualizar las evaluaciones existentes.

El presente IMA señala la necesidad de realizar un estrecho seguimiento de fenómenos que pueden plantear riesgos en una serie de Estados miembros a los que no se efectuarán exámenes exhaustivos. Poco después del brote de COVID-19, han surgido preocupaciones relacionadas con la financiación exterior en una serie de Estados miembros no pertenecientes a la zona del euro. Las presiones del mercado se han atenuado desde entonces, pero podrían resurgir si vuelven a materializarse las condiciones que justifican una nueva evaluación de los riesgos. En particular, así podría suceder en aquellos casos en que el Gobierno se financie en parte en moneda extranjera y en que se perciba que las finanzas públicas corren un mayor riesgo, como parece ser el caso de Hungría, en el que la interacción entre el endeudamiento público y la financiación exterior merece ser objeto de seguimiento[51]. Las implicaciones del aumento de las ratios deuda/PIB también requieren realizar un seguimiento en una serie de Estados miembros que actualmente no están sometidos a la supervisión del PDM. En Bélgica, se espera que tanto la deuda del sector privado como la pública crezcan por encima de los umbrales del PDM. En Dinamarca, Finlandia y Luxemburgo, se prevé que la deuda del sector privado siga creciendo por encima del umbral. Se espera que la deuda pública siga creciendo por encima del 60 % del PIB en Austria y Eslovenia. La medida en que estos fenómenos conllevan riesgos adicionales para la estabilidad macroeconómica está rodeada de una gran incertidumbre, ya que las perspectivas de la deuda dependen fundamentalmente de las perspectivas de crecimiento a medio y largo plazo, que

[51] La interacción entre las finanzas públicas y el sector exterior merece ser analizada también en el examen exhaustivo previsto en el caso de Rumanía.

actualmente son difíciles de evaluar. Por este motivo, el presente IMA llega a la conclusión de que no es necesario disponer de exámenes exhaustivos para estos países en la fase actual.

5. OBSERVACIONES ESPECÍFICAS POR ESTADO MIEMBRO

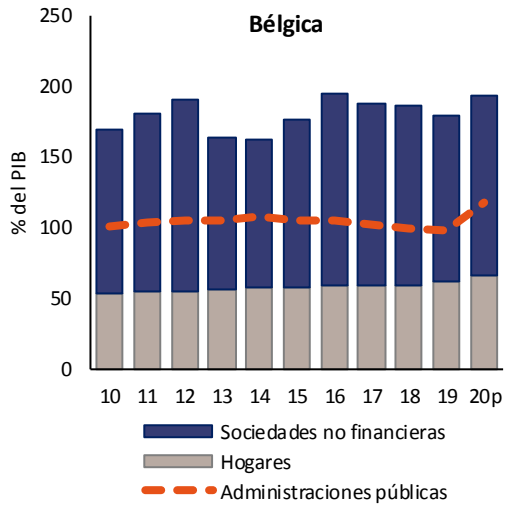
BÉLGICA: En el anterior ciclo del PDM no se detectaron desequilibrios macroeconómicos en Bélgica. En el cuadro de indicadores actualizado, que incluye cifras de hasta 2019, los indicadores de la deuda del sector privado y de la deuda pública rebasan los umbrales indicativos.

Se prevé que el crecimiento del PIB real disminuya sustancialmente como consecuencia de la crisis de la COVID-19, pasando de 1,7 % en 2019 a -8,4 % en 2020. Se prevé un crecimiento real del 4,1 % en 2021, lo que situaría el nivel del PIB nominal un 1,4 % por debajo del nivel de 2019.

Una serie de fenómenos relevantes puede resumirse como sigue:

- **La vulnerabilidad exterior siguió siendo moderada.** La balanza por cuenta corriente registró un superávit marginal en 2019, mientras que la PIIN es notablemente positiva, lo que limita los problemas de sostenibilidad exterior. Los costes laborales unitarios han aumentado a un ritmo moderado.
- La **deuda del sector privado** se mantuvo muy por encima del umbral en 2019 y se espera que siga aumentando en 2020 hasta aproximadamente el 200 % del PIB. La deuda de las **sociedades no financieras** belgas es elevada, pero refleja en gran medida préstamos intragrupo transfronterizos, lo que reduce los riesgos. El **endeudamiento de los hogares**, que refleja principalmente la deuda hipotecaria, siguió aumentando en 2019 como consecuencia de un flujo de crédito neto positivo. Tras haber caído en el primer semestre debido a las medidas de confinamiento, se espera que la inversión en vivienda repunte en el segundo semestre de 2020. Los precios de la vivienda aumentaron en 2019, apreciándose indicios de una posible sobrevaloración.

Gráfico A1: ***Deuda por sectores de la economía***



Fuente: Eurostat.

- Los **balances de los bancos** se han reforzado en los últimos años, y los coeficientes de capital y liquidez siguen siendo adecuados. Se prevé que el ya elevado nivel de **deuda pública** aumente sustancialmente con la crisis de la COVID-19 y crezca en 20 puntos porcentuales, alcanzando casi el 118 % del PIB en 2020.
- Las favorables condiciones macroeconómicas han impulsado la **creación de empleo**, mientras que la **tasa de desempleo** siguió disminuyendo en 2019, tras alcanzar su máximo en 2015. Se espera que esta tendencia a la baja se invierta en 2020 y, en particular, se prevé que el desempleo aumente drásticamente en 2021. La tasa de inactividad sigue siendo elevada.

Bélgica entró en la crisis de la COVID-19 sin que se detectaran desequilibrios macroeconómicos, aunque están acumulándose posibles vulnerabilidades relacionadas con el endeudamiento. Con la crisis de la COVID-19, han aumentado la deuda pública y la del sector privado, lo que justifica un seguimiento. En conjunto, la Comisión no considera necesario proceder por el momento a un análisis más exhaustivo en el contexto del PDM.

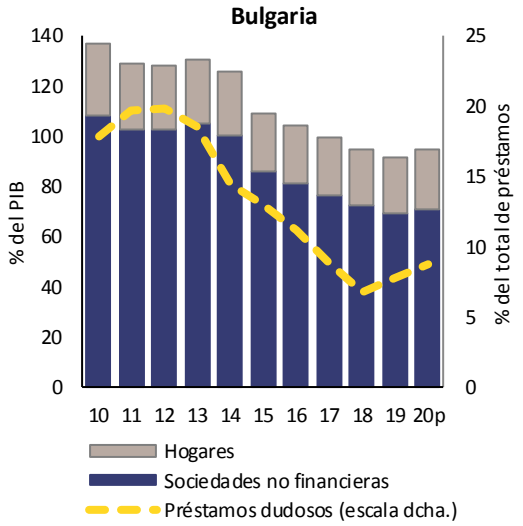
BULGARIA: En febrero de 2020, la Comisión llegó a la conclusión de que Bulgaria ya no experimentaba desequilibrios macroeconómicos. En el cuadro de indicadores actualizado que incluye cifras de hasta 2019, el indicador de crecimiento del coste laboral unitario nominal rebasa su umbral indicativo.

Se prevé que el crecimiento del PIB real disminuya sustancialmente como consecuencia de la crisis de la COVID-19, pasando de 3,7 % en 2019 a -5,1 % en 2020. Se prevé un crecimiento real del 2,6 % en 2021, lo que situaría el nivel del PIB nominal un 1,4 % por encima del nivel de 2019.

Una serie de fenómenos relevantes puede resumirse como sigue:

- El superávit por **cuenta corriente** aumentó en 2019, pero se espera que disminuya ligeramente en 2020 con la drástica caída de los ingresos del turismo. La PIIN negativa, consistente en gran parte en IED, siguió mejorando, situándose por debajo del umbral indicativo en 2019, y se prevé que siga mejorando en el futuro. Es probable que la moderación salarial en el contexto de la crisis de la COVID-19 reduzca las presiones sobre la competitividad de los costes en el futuro, aunque el mantenimiento preventivo de personal se tradujo en un aumento transitorio del crecimiento de los costes laborales unitarios en 2020.

Gráfico A2: ***Deuda del sector privado y préstamos dudosos***



Fuente: Eurostat y BCE.

- **El sector empresarial siguió reduciendo su apalancamiento** en 2019, como consecuencia del sólido crecimiento del PIB nominal. La deuda de las empresas está por debajo del nivel prudencial, pero más allá del valor de referencia basado en las variables económicas fundamentales. El crecimiento del crédito se intensificó en 2019, pero se espera que disminuya en 2020 mientras aumenta la ratio de la deuda con la contracción del PIB. La subida de los **precios** reales **de la vivienda** se moderó ligeramente en 2019, en un contexto de aceleración del crédito hipotecario, pero es probable que se produzca una nueva desaceleración en 2020 a la luz de la crisis de la COVID-19.
- Se prevé que la **deuda pública** se mantenga muy por debajo del 30 % del PIB en 2020, a pesar del impacto presupuestario de la crisis de la COVID-19. **El sector financiero** es rentable y está bien capitalizado. La estabilidad del sistema financiero se ha visto respaldada por la mejora de la gobernanza y la supervisión. En julio de 2020, Bulgaria se adhirió al MTC II y pasó a formar parte de la unión bancaria. La ratio de préstamos dudosos ha seguido una tendencia decreciente y alcanzó el 6,5 % en 2019. El reto que se plantea es evitar aumentos significativos de los préstamos dudosos una vez que se hayan eliminado gradualmente las medidas de apoyo público en respuesta a la crisis de la COVID-19.
- **La evolución positiva del mercado de trabajo** continuó en 2019, descendiendo el desempleo al 4,2 %. La tendencia a la baja está invirtiéndose con la crisis de la COVID-19, pero las pérdidas de empleo no se han traducido íntegramente en un fuerte aumento del desempleo a medida que aumentaba la inactividad.

Bulgaria entró en la crisis de la COVID-19 sin que se detectaran desequilibrios macroeconómicos, aunque los préstamos dudosos y el endeudamiento de las empresas eran relativamente elevados, pese a

que estaban reduciéndose. Con la crisis de la COVID-19, se prevé que aumente la ratio deuda empresarial / PIB, y cabe la posibilidad de que aumenten los préstamos dudosos. En conjunto, la Comisión no considera necesario proceder por el momento a un análisis más exhaustivo en el contexto del PDM.

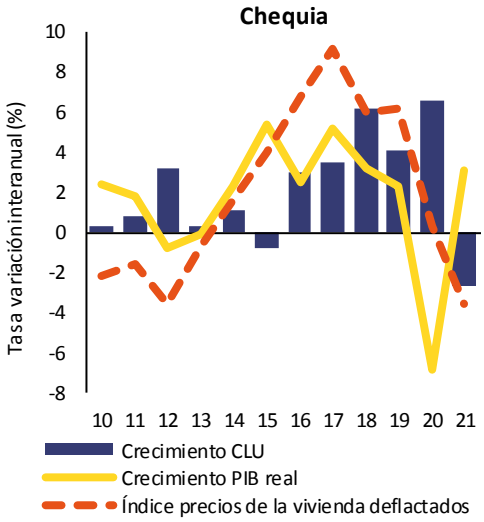
CHEQUIA: En el anterior ciclo del PDM, no se detectaron desequilibrios macroeconómicos en Chequia. En el cuadro de indicadores actualizado que incluye cifras de hasta 2019, los indicadores del crecimiento de los costes laborales unitarios y del precio de la vivienda rebasan su umbral indicativo.

Se prevé que el crecimiento del PIB real disminuya sustancialmente como consecuencia de la crisis de la COVID-19, pasando de 2,3 % en 2019 a -6,9 % en 2020. Se prevé un crecimiento real del 3,1 % en 2021, lo que situaría el nivel del PIB nominal un 0,8 % por encima del nivel de 2019.

Una serie de fenómenos relevantes puede resumirse como sigue:

- La **posición exterior** es relativamente sólida, y presentó un déficit por cuenta corriente limitado en 2019. La concentración de las exportaciones y la integración en las cadenas de valor mundiales siguen siendo elevadas. La posición de inversión internacional neta (PIIN) siguió mejorando, pero sigue siendo negativa, situándose en torno al -20 % del PIB en 2019. La PIIN, excluidos los instrumentos sin riesgo de impago, también ha mejorado y muestra una posición neta de activos claramente positiva.
- El crecimiento de los **costes laborales unitarios** se moderó en 2019, pero siguió siendo elevado. Es probable que se produzca en el futuro cierta moderación de los salarios debido a la crisis de la COVID-19, aunque se prevé que el mantenimiento preventivo de personal se traduzca en un aumento temporal del crecimiento de los costes laborales unitarios en 2020.

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



Fuente: Eurostat.

- Los **precios de la vivienda** y la dinámica hipotecaria siguen requiriendo supervisión. Durante 2019 se aceleró el crecimiento de los precios reales de la vivienda, detectándose indicios crecientes de sobrevaloración. Sin embargo, es probable que el crecimiento de los precios de la vivienda se desacelere en el período 2020-2021. El crédito neto a los hogares se mantuvo positivo y el crecimiento hipotecario se mantuvo estable en 2019. El crédito ha crecido en general moderadamente en los últimos años, con cierta desaceleración en 2019, mientras que el **endeudamiento del sector privado** sigue siendo bajo.
- La ratio de **deuda pública** siguió disminuyendo en 2019, pero se prevé que aumente hasta el 40 % del PIB en 2020 como consecuencia de la crisis de la COVID-19 y se mantenga en torno a ese nivel en 2021. El **sector bancario**, en gran medida de propiedad extranjera, está bien capitalizado y los niveles de fondos propios se encuentran entre los más elevados de la UE.
- **El mercado de trabajo** siguió mejorando en 2019 gracias a unas mejores condiciones macroeconómicas, mientras que la tasa de desempleo disminuyó hasta el 2 %. Como consecuencia de la crisis de la COVID-19, se prevé que la tasa de desempleo aumente ligeramente en 2020 y 2021, aunque se mantendrá en niveles muy bajos en comparación con la media de la UE.

Chequia entró en la crisis de la COVID-19 sin que se detectaran desequilibrios macroeconómicos, aunque la competitividad y las presiones del mercado de la vivienda entrañaban algunos riesgos de carácter limitado. Con la crisis de la COVID-19, las presiones sobre los costes se han reducido. En conjunto, la Comisión no considera necesario proceder por el momento a un análisis más exhaustivo en el contexto del PDM.

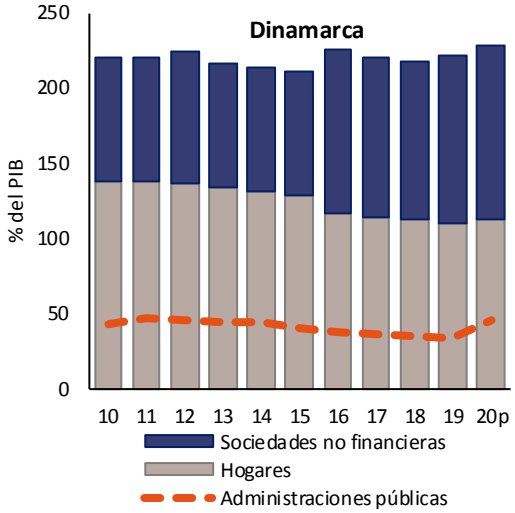
DINAMARCA: En el anterior ciclo del PDM, no se detectaron desequilibrios macroeconómicos en Dinamarca. En el cuadro de indicadores actualizado, que incluye cifras de hasta 2019, los indicadores del superávit por cuenta corriente y de la deuda del sector privado rebasan el umbral indicativo.

Se prevé que el crecimiento del PIB real disminuya sustancialmente como consecuencia de la crisis de la COVID-19, pasando de 2,8 % en 2019 a -3,9 % en 2020. Se prevé un crecimiento real del 3,5 % en 2021, lo que situaría el nivel del PIB nominal un 1,5 % por encima del nivel de 2019.

Una serie de fenómenos pertinentes para el PDM puede resumirse como sigue:

- El **saldo de la balanza por cuenta corriente** ha seguido mostrando un amplio superávit, alcanzando el 8,9 % del PIB en 2019, y se prevé que se reduzca a alrededor del 7 % en 2020. Los sucesivos superávits han llevado a una posición de inversión internacional neta muy positiva (PIIN), generando ingresos primarios netos positivos, lo que, a su vez, refuerza el superávit por cuenta corriente.
- **La deuda del sector privado** se mantuvo prácticamente estable en 2019, mientras que el crecimiento del crédito aumentó. A pesar de una continua tendencia de desapalancamiento pasivo desde 2009, la **deuda de los hogares** sigue siendo la más elevada de la UE, situándose en torno al 110 % del PIB en 2019, claramente por encima de los umbrales prudenciales y basados en las variables económicas fundamentales, y se prevé que aumente en 2020. Sin embargo, los riesgos relacionados con el apalancamiento de los hogares se ven compensados en parte por importantes tenencias de activos. El crédito neto a los hogares se mantuvo positivo en 2019. La acumulación de deuda sigue estando respaldada por unos bajos costes de financiación y un régimen fiscal favorable. Los **precios reales de la vivienda** siguieron aumentando a un ritmo moderado, con indicios de cierta sobrevaloración. A pesar de la reciente tendencia al alza, el endeudamiento de las empresas sigue siendo globalmente moderado.

Gráfico A4: ***Deuda por sectores de la economía***



Fuente: Eurostat.

- La **tasa de desempleo** siguió mejorando en 2019, hasta alcanzar el 5 %, y se prevé que aumente solo moderadamente debido a los regímenes de apoyo público. Solo persiste la escasez de mano de obra en unos pocos sectores, lo que modera las presiones al alza sobre los salarios.
- Los riesgos asociados al **sector bancario y a la deuda pública** siguen siendo moderados. En general, los bancos están en buena situación para sostener el crédito a la economía. Debido a la crisis y a los importantes paquetes de emergencia y recuperación establecidos por el Gobierno, se prevé que la deuda pública aumente unos 10 puntos porcentuales en 2020, alcanzando el 45 % del PIB, manteniéndose claramente por debajo del 60 % del PIB.

Dinamarca entró en la crisis de la COVID-19 sin que se detectaran desequilibrios macroeconómicos, aunque el alto endeudamiento de los hogares y la vivienda entrañaban algunos riesgos de carácter limitado. Con la crisis de la COVID-19, se prevé que aumente la ratio de deuda de los hogares. En conjunto, la Comisión no considera necesario proceder por el momento a un análisis más exhaustivo en el contexto del PDM.

ALEMANIA: En febrero de 2020, la Comisión llegó a la conclusión de 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, que incluye cifras de hasta 2019, el indicador de superávit de la balanza por cuenta corriente rebasa su umbral indicativo.

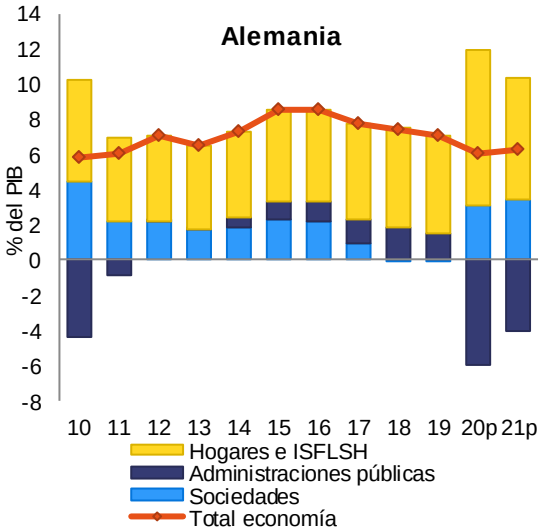
Las REP pertinentes del PDM publicadas en 2019 y 2020 están en general asociadas a la inversión, el apoyo a las rentas del trabajo, el entorno empresarial y las pensiones. Más allá de las políticas justificadas para hacer frente a la pandemia, las medidas adoptadas en 2020 para corregir los desequilibrios están relacionadas con la mejora de la inversión pública, el apoyo a la inversión privada y el compromiso de evitar el aumento de los impuestos sobre el trabajo.

Se prevé que el crecimiento del PIB real disminuya sustancialmente como consecuencia de la crisis de la COVID-19, pasando de 0,6 % en 2019 a -5,6 % en 2020. Asimismo, se prevé un crecimiento real del 3,5 % en 2021, lo que situaría el nivel del PIB nominal un 1,7 % por encima del nivel de 2019.

Una serie de fenómenos relevantes puede resumirse como sigue:

- El **superávit por cuenta corriente**, que fue del 7,1 % del PIB en 2019, ha ido reduciéndose gradualmente en los últimos años. En 2020, la brusca caída de la capacidad de financiación de las Administraciones públicas contribuye a una reducción significativa del superávit, aunque el sector privado aumentó su capacidad neta de financiación. En 2020, el superávit de la balanza comercial también disminuye a medida que las exportaciones se contraen más que las importaciones. Con la recuperación, se espera que el superávit por cuenta corriente vuelva a aumentar ligeramente.

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



Fuente: AMECO.

- En los últimos años, se ha incrementado la **inversión privada y pública**, aunque se ha mantenido ligeramente por debajo de la media de la zona del euro. Si bien se ha producido una aceleración sustancial de la tendencia al alza de la inversión pública en 2020, la inversión privada se ha visto considerablemente afectada en el contexto de la crisis de la COVID-19.
- La **deuda pública** se situó por debajo del umbral indicativo del 60 % del PIB en 2019, pero se prevé que se sitúe en torno al 71 % del PIB en 2020. El **sistema bancario** alemán sigue estando adecuadamente capitalizado, con un nivel muy bajo de préstamos dudosos. No obstante, la rentabilidad sigue siendo baja y es probable que aumenten los préstamos dudosos.
- El **mercado laboral** presentaba un grado de ajuste históricamente elevado antes de la crisis, con un bajo nivel de desempleo y un alto nivel de empleo. En 2020, se prevé que la tasa de desempleo aumente moderadamente y que el crecimiento de los salarios se desacelere. Los regímenes de reducción del tiempo de trabajo han contribuido a limitar el aumento del desempleo y han proporcionado una ayuda parcial para los ingresos.

Alemania entró en la crisis de la COVID-19 con un gran exceso de ahorro nacional, respaldado principalmente por el ahorro neto de los hogares y de las Administraciones públicas. Con la crisis de la COVID-19, el superávit por cuenta corriente se ha reducido significativamente y la inversión pública se ha acelerado, mientras que la inversión privada se ha visto afectada. En conclusión, la Comisión, teniendo en cuenta particularmente los desequilibrios detectados en febrero, considera oportuno examinar más a fondo la persistencia de los desequilibrios o su corrección.

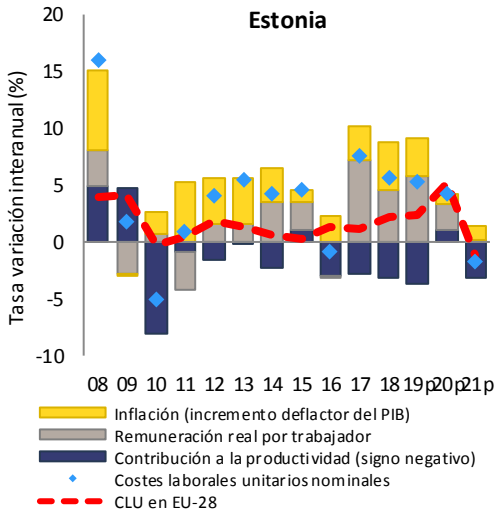
ESTONIA: En el anterior ciclo del PDM, no se detectaron desequilibrios macroeconómicos en Estonia. En el cuadro de indicadores actualizado, que incluye cifras de hasta 2019, el tipo de cambio efectivo real y los indicadores de crecimiento del coste laboral unitario nominal rebasan su umbral indicativo.

Se prevé que el crecimiento del PIB real disminuya sustancialmente como consecuencia de la crisis de la COVID-19, pasando de 5 % en 2019 a -4,6 % en 2020. Asimismo, se prevé un crecimiento real del 3,4 % en 2021, lo que situaría el nivel del PIB nominal un 0,7 % por encima del nivel de 2019.

Una serie de fenómenos relevantes puede resumirse como sigue:

- La **vulnerabilidad exterior** sigue siendo moderada, ya que la PIIN, aunque negativa, ha mejorado gradualmente y se prevé que siga mejorando en 2020 hasta situarse por encima del -20 % del PIB. El superávit por cuenta corriente alcanzó el 2 % del PIB en 2019, y se prevé que se acerque al 3 % en 2020.
- El crecimiento del **coste laboral unitario nominal** se mantuvo por encima del 5 % en 2019, impulsado por factores relacionados con una oferta de mano de obra escasa. Se prevé que la moderación salarial debida a la crisis de la COVID-19 reduzca el crecimiento de los costes laborales unitarios en 2020 y 2021. El tipo de cambio efectivo real basado en el IPCA siguió apreciándose en 2019, aunque a un ritmo más lento.

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



Fuente: servicios de la Comisión.

- El **endeudamiento de las empresas y de los hogares** sigue siendo relativamente bajo. La ratio deuda del sector privado / PIB disminuyó en 2019 hasta el 98 % del PIB. Es probable que aumente algo en 2020 debido a la disminución del PIB, pero se mantendrá relativamente baja.
- En el **sector bancario**, la ratio de préstamos dudosos permaneció baja en 2019, pero podría aumentar en el futuro como consecuencia de la crisis de la COVID-19. Se prevé que la **deuda pública** aumente a la luz de la crisis de la COVID-19 y que siga creciendo en 2021, aunque se mantendrá en el nivel más bajo de la UE, en torno al 20 % del PIB.
- El funcionamiento del **mercado laboral** ha sido muy bueno, pero se verá afectado por la crisis de la COVID-19, con un aumento de la tasa de desempleo, pasando del 4,4 % en 2019 al 7,5 % en 2020.

Estonia entró en la crisis de la COVID-19 sin que se detectaran desequilibrios macroeconómicos, aunque la dinámica de los indicadores de la competitividad de los costes entrañaba algunos riesgos de carácter limitado. Con la crisis de la COVID-19, la posición exterior se ha mantenido estable y ha conllevado una moderación del crecimiento salarial. En conjunto, la Comisión no considera necesario proceder por el momento a un análisis más exhaustivo en el contexto del PDM.

IRLANDA: En febrero de 2020, la Comisión llegó a la conclusión de que Irlanda estaba experimentando desequilibrios macroeconómicos, relacionados en particular con el gran volumen de deuda pública y del sector privado y de pasivos externos netos. En el cuadro de indicadores actualizado, que incluye cifras de hasta 2019, los indicadores de la posición de inversión internacional neta (PIIN) y de la deuda del sector privado rebasan el umbral indicativo.

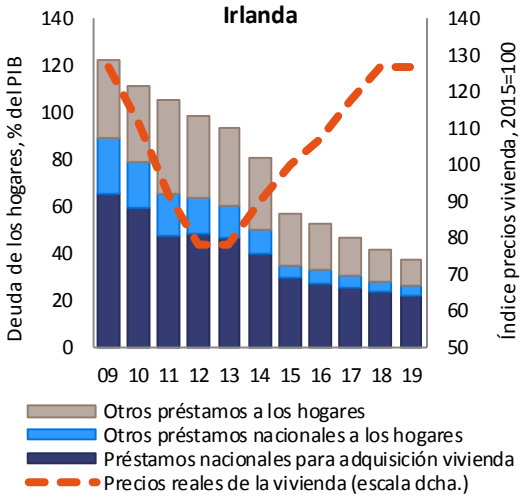
Las REP pertinentes del PDM publicadas en 2019 y 2020 están en general asociadas a las políticas presupuestario-estructurales y al mercado de la vivienda. Las políticas justificadas adoptadas en 2020 abordaron principalmente la pandemia.

Se prevé que el crecimiento del PIB real disminuya sustancialmente como consecuencia de la crisis de la COVID-19, pasando de 5,6 % en 2019 a -2,3 % en 2020. Asimismo, se prevé un crecimiento real del 2,9 % en 2021, lo que situaría el nivel del PIB nominal un 2,7 % por encima del nivel de 2019.

Una serie de fenómenos relevantes puede resumirse como sigue:

- La **vulnerabilidad exterior** sigue siendo un problema. Las fluctuaciones de las cifras de la balanza por cuenta corriente y de la PIIN son difíciles de evaluar debido al impacto de las actividades de las empresas multinacionales. La balanza por cuenta corriente, muy volátil, fue muy negativa en 2019, aunque se prevé un superávit sustancial en 2020 y una cifra en torno al equilibrio en 2021. La PIIN global se mantuvo prácticamente estable en 2019.
- La **deuda del sector privado** sigue siendo elevada, aunque la ratio deuda/PIB disminuyó hasta situarse en el 200 % del PIB en 2019.El **endeudamiento de los hogares** es bajo en porcentaje del PIB, pero sigue siendo elevado en relación con la renta disponible. Los riesgos asociados al **endeudamiento de las empresas** son difíciles de evaluar debido a la fuerte presencia de empresas multinacionales. Going forward, corporates, facing lower profits but broadly unchanged financing needs may have to issue more debt in light of the COVID-19 crisis. El crecimiento de los precios de la vivienda se ralentizó notablemente en 2019 hasta alcanzar un crecimiento nulo, mientras que la asequibilidad de la vivienda sigue siendo motivo de preocupación.

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



- La **ratio deuda pública / PIB** cayó por debajo del umbral del 60 % en 2019, pero se prevé que vuelva a aumentar hasta aproximadamente el 63 % del PIB en 2020, lo que refleja la profundidad de la recesión y las medidas de apoyo público en respuesta a la crisis de la COVID-19. El nivel de deuda pública parece más elevado en comparación con los indicadores de la renta nacional, es decir, la ratio deuda/RNB*, que alcanzó el 95 % en 2019.
- El **sector bancario** ha aumentado su resiliencia durante la última década. La ratio de préstamos dudosos ha disminuido constantemente, pero puede repuntar después de que se hayan eliminado gradualmente las medidas de apoyo público debidas a la crisis de la COVID-19.
- Los resultados en el ámbito del **mercado laboral** siguieron mejorando en 2019. Se prevé que la tasa de desempleo solo aumente ligeramente en 2020, hasta el 5,3 %, pero que aumente más fuertemente en 2021, hasta el 8,9 %.

Irlanda entró en la crisis de la COVID-19 con vulnerabilidades relacionadas con la deuda exterior, la deuda pública y el endeudamiento del sector privado. Con la crisis de la COVID-19, las ratios de deuda y el desempleo aumentarán. En conclusión, la Comisión, teniendo en cuenta particularmente los desequilibrios detectados en febrero, considera oportuno examinar más a fondo la persistencia de los desequilibrios o su corrección.

GRECIA: En febrero de 2020, la Comisión llegó a la conclusión de que Grecia experimentaba desequilibrios macroeconómicos excesivos, particularmente en relación con el alto nivel de endeudamiento público, la gran proporción de préstamos dudosos y el carácter incompleto del reequilibrio exterior, en un contexto de un elevado nivel de desempleo, aunque decreciente, y de bajo crecimiento potencial. En el cuadro de indicadores actualizado, que incluye cifras de hasta 2019, los indicadores de la posición de inversión internacional neta (PIIN), de la deuda pública y de la tasa de desempleo rebasan el umbral indicativo.

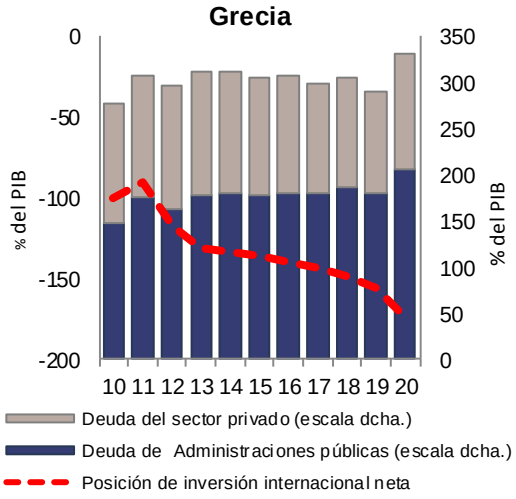
Las REP pertinentes del PDM publicadas en 2019 y 2020 están en general asociadas a las políticas presupuestario-estructurales, el mercado laboral, el entorno empresarial, los préstamos dudosos y el sector financiero. Más allá de las políticas justificadas para hacer frente a la pandemia, las medidas adoptadas en 2020 para corregir los desequilibrios están relacionadas con la insolvencia, los mercados de la energía, la legislación del mercado laboral, los préstamos dudosos, las inversiones públicas, la privatización, la gobernanza digital, la educación y la formación, y el entorno empresarial.

Se prevé que el crecimiento del PIB real disminuya sustancialmente como consecuencia de la crisis de la COVID-19, pasando de 1,9 % en 2019 a -9 % en 2020. Asimismo, se prevé un crecimiento real del 5 % en 2021, lo que situaría el nivel del PIB nominal un 5,3 % por debajo del nivel de 2019.

Una serie de fenómenos relevantes puede resumirse como sigue:

- La **sostenibilidad exterior** sigue siendo un problema en el que se prevé que la PIIN siga deteriorándose como consecuencia de la crisis de la COVID-19. Una gran parte de la PIIN corresponde a deuda pública en condiciones favorables y a largos plazos de vencimiento. El déficit por cuenta corriente se redujo en 2019, pero se prevé que aumente significativamente en 2020 y 2021, lo que refleja también el impacto de la mayor debilidad del turismo.
- Las ratios de **deuda del sector privado** continuaron su tendencia a la baja en 2019 y se mantuvieron por debajo del umbral del PDM. Los **precios reales de la vivienda** aumentaron en 2019 tras un decenio de disminuciones. Los precios de cara al futuro podrían ajustarse a la baja a la luz de la crisis de la COVID-19.

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



Fuente: Eurostat.

- La **deuda pública** disminuyó hasta el 180 % del PIB en 2019, pero se espera que aumente hasta situarse por encima del 200 % del PIB en 2020 con la caída del PIB y las medidas contra la pandemia. El **sector bancario** sigue lastrado por un gran *stock* de préstamos dudosos herencia del pasado.
- El **desempleo** sigue siendo muy elevado y la lenta tendencia a la baja se ve interrumpida por la crisis.

Grecia entró en la crisis de la COVID-19 con vulnerabilidades relacionadas con la deuda pública, los préstamos dudosos herencia del pasado, el reequilibrio exterior, el desempleo y el bajo crecimiento potencial. Con la crisis, es probable que aumenten las ratios de deuda, el desempleo y los préstamos dudosos. En conclusión, la Comisión, teniendo en cuenta particularmente el desequilibrio excesivo

detectado en febrero, considera oportuno examinar más a fondo la persistencia de riesgos macroeconómicos y supervisar los avances en la corrección de los desequilibrios excesivos.

ESPAÑA: En febrero de 2020, la Comisión llegó a la conclusión de que España estaba experimentando desequilibrios macroeconómicos, relacionados en particular con la elevada deuda exterior e interna, tanto pública como del sector privado, en un contexto de elevado desempleo. En el cuadro de indicadores actualizado, que incluye cifras de hasta 2019, los indicadores relativos a la posición de inversión internacional neta (PIIN), la deuda pública, la tasa de desempleo y la tasa de actividad rebasan el umbral indicativo.

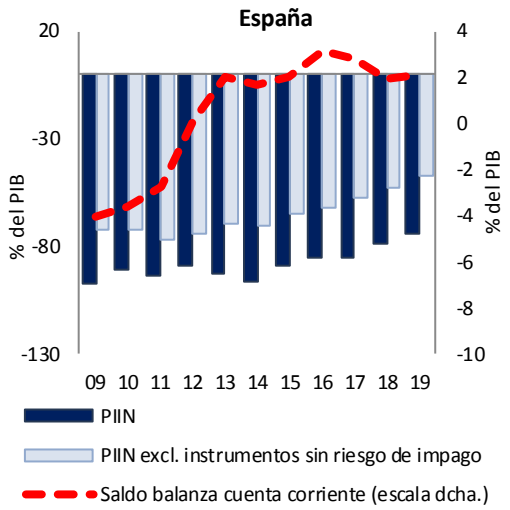
Las REP pertinentes del PDM publicadas en 2019 y 2020 están en general asociadas a las políticas presupuestario-estructurales, el mercado laboral, la educación y el entorno empresarial. Más allá de las políticas justificadas para hacer frente a la pandemia, las medidas adoptadas en 2020 para corregir los desequilibrios están relacionadas con la educación y la formación y la innovación.

Se prevé que el crecimiento del PIB real disminuya sustancialmente como consecuencia de la crisis de la COVID-19, pasando de 2 % en 2019 a -12,4 % en 2020. Asimismo, se prevé un crecimiento real del 5,4 % en 2021, lo que situaría el nivel del PIB nominal un 6,1 % por debajo del nivel de 2019.

Una serie de fenómenos relevantes puede resumirse como sigue:

- La **posición exterior** mejoró en 2019, con la disminución de la PIIN negativa y el mantenimiento del superávit por cuenta corriente. No obstante, la PIIN excluidos los instrumentos sin riesgo de impago (NENDI) sigue siendo considerablemente negativa. No obstante, se prevé que la PIIN aumente en 2020 y el superávit por cuenta corriente siga siendo relativamente considerable a pesar de la debilidad del turismo.

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



Fuente: servicios de la Comisión.

- El **endeudamiento de las empresas y de los hogares** ha seguido una tendencia decreciente hasta 2020 y la ratio de deuda del sector privado cayó por debajo del umbral del PDM en 2019. Los flujos de crédito al sector privado se mantuvieron débiles en 2019. La deuda de los hogares supera los umbrales prudenciales y los basados en las variables económicas fundamentales. El aumento del desempleo podría reducir la futura capacidad de reembolso. Se prevé que en 2020 aumenten las ratios de deuda tanto de las empresas como de los hogares en relación con el PIB, debido en gran medida a la caída del PIB inducida por la COVID-19.
- Se prevé que la ya elevada ratio **deuda pública** / PIB aumente en torno a 25 puntos porcentuales en 2020, alcanzando el 120 % del PIB, y que se mantenga prácticamente en este nivel en 2021.
- El **sector bancario** ha aumentado su resiliencia durante la última década. Su liquidez es elevada y, en general, está capitalizado adecuadamente, aunque la rentabilidad es moderada. Los préstamos dudosos han disminuido hasta el 3 % en 2019, pero es probable que aumenten con la crisis de la COVID-19.
- Los resultados del **mercado laboral** siguieron mejorando en 2019, aunque el desempleo y la segmentación del mercado laboral siguieron siendo motivo de preocupación. Se prevé que la tasa de desempleo aumente hasta casi el 17 % en 2020 y que siga aumentando ligeramente en 2021. La tasa de actividad disminuyó ligeramente entre 2016 y 2019, debido en parte a que más personas cursaban estudios.

España entró en la crisis de la COVID-19 con vulnerabilidades relacionadas con la deuda exterior, la deuda pública, el endeudamiento del sector privado y el alto nivel de desempleo. Con la crisis de la COVID-19, las ratios de deuda y el desempleo han aumentado. En conclusión, la Comisión, teniendo en cuenta particularmente los desequilibrios detectados en febrero, considera oportuno examinar más a fondo la persistencia de los desequilibrios o su corrección.

FRANCIA: En febrero de 2020, la Comisión llegó a la conclusión de que Francia estaba experimentando desequilibrios macroeconómicos, relacionados en particular con una deuda pública elevada y una atonía de la competitividad en un contexto de bajo incremento de la productividad, desequilibrios que tienen una pertinencia transfronteriza. En el cuadro de indicadores actualizado, que incluye cifras de hasta 2019, los indicadores de la deuda del sector privado y de la deuda pública rebasan el umbral indicativo.

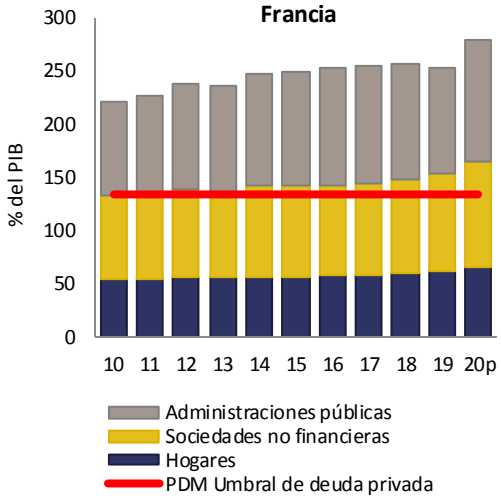
Las REP pertinentes del PDM publicadas en 2019 y 2020 están en general asociadas a las políticas presupuestario-estructurales, la productividad laboral y el entorno empresarial. Más allá de las políticas justificadas para hacer frente a la pandemia, las medidas adoptadas en 2020 para corregir los desequilibrios están relacionadas con la mejora del entorno empresarial y la I+D.

Se prevé que el crecimiento del PIB real disminuya sustancialmente como consecuencia de la crisis de la COVID-19, pasando de 1,5 % en 2019 a -9,4 % en 2020. Asimismo, se prevé un crecimiento real del 5,8 % en 2021, lo que situaría el nivel del PIB nominal un 0,9 % por debajo del nivel de 2019.

Una serie de fenómenos relevantes puede resumirse como sigue:

- La **posición exterior** se mantiene estable, con un déficit por cuenta corriente moderado y una PIIN ligeramente más negativa en 2019.
- **La ratio de deuda del sector privado** siguió aumentando en 2019, alcanzando el 153 % del PIB, y se prevé que siga aumentando en 2020. El **crédito a las empresas** fue elevado en 2019 y se espera que siga aumentando, aunque las empresas también continuaron acumulando reservas de efectivo en un contexto de aumento de los beneficios empresariales, menores dividendos, reducción de la inversión y un nivel general bajo y decreciente de préstamos dudosos. El **endeudamiento de los hogares** es elevado y va a crecer. Los precios de la vivienda muestran algunos signos limitados de sobrevaloración, mientras que el crecimiento de los precios de la vivienda ha sido moderado en 2019 en general.

Gráfico A10: ***Deuda por sectores de la economía***



Fuente: Eurostat.

- Las pérdidas de **competitividad** sufridas en la última década no se han recuperado. El crecimiento de los costes laborales unitarios siguió siendo moderado, aunque la productividad laboral se ralentizó significativamente. Tras algunos aumentos en años anteriores, las cuotas en los mercados de exportación disminuyeron en 2019.
- La **deuda pública** se mantuvo estable, siendo un 98 % del PIB en 2019. Se prevé que la ratio deuda/PIB aumente hasta aproximadamente el 116 % del PIB en 2020 con la contracción del PIB y el amplio paquete presupuestario destinado a mitigar el impacto de la crisis. El **sector bancario** ha mostrado unos buenos niveles de fondos propios en aumento, mientras que el nivel de préstamos dudosos es bajo y está disminuyendo, aunque la rentabilidad es moderada, en consonancia con la de sus homólogos europeos. Sin embargo, el número de quiebras podría aumentar a la luz de la crisis de la COVID-19.
- El **mercado laboral** mejoró sus resultados en 2019, pero se prevé que el desempleo aumente ligeramente de cara al futuro.

Francia entró en la crisis de la COVID-19 con vulnerabilidades relacionadas con la deuda y la competitividad. Con la crisis de la COVID-19 y las medidas adoptadas para apoyar la economía, la deuda pública aumentó, mientras que la evolución de la competitividad se ha mantenido relativamente estable. En conclusión, la Comisión, teniendo en cuenta particularmente los desequilibrios detectados en febrero, considera oportuno examinar más a fondo la persistencia de los desequilibrios o su corrección.

CROACIA: En febrero de 2020, la Comisión llegó a la conclusión de que Croacia estaba experimentando desequilibrios macroeconómicos, relacionados, en particular, con los altos niveles de la deuda pública, del sector privado y exterior en un contexto de bajo crecimiento potencial. En el cuadro de indicadores actualizado, que incluye cifras de hasta 2019, los indicadores de la posición de inversión internacional neta (PIIN), del crecimiento del precio de la vivienda y de la deuda pública rebasan el umbral indicativo.

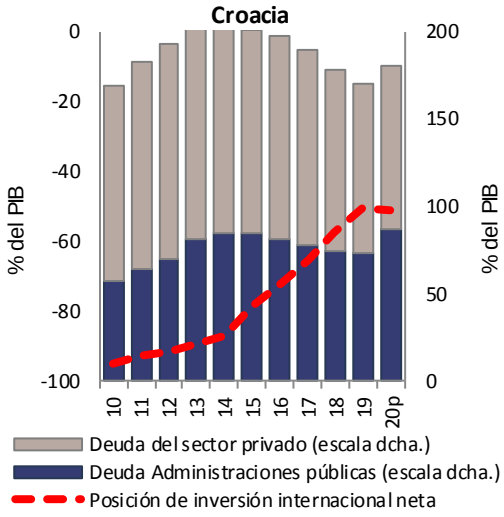
Las REP pertinentes del PDM publicadas en 2019 y 2020 están en general asociadas a las políticas presupuestario-estructurales, el mercado laboral y el entorno empresarial. Más allá de las políticas justificadas para hacer frente a la pandemia, las medidas adoptadas en 2020 para corregir los desequilibrios están relacionadas con la mejora de la gobernanza del sector público y la reducción de la carga administrativa y financiera para las empresas.

Se prevé que el crecimiento del PIB real disminuya sustancialmente como consecuencia de la crisis de la COVID-19, pasando de 2,9 % en 2019 a -9,6 % en 2020. Asimismo, se prevé un crecimiento real del 5,7 % en 2021, lo que situaría el nivel del PIB nominal un 2,5 % por debajo del nivel de 2019.

Una serie de fenómenos relevantes puede resumirse como sigue:

- Persisten los problemas de **sostenibilidad exterior**, mientras que la PIIN, considerablemente negativa, siguió mejorando en 2019 y el superávit por cuenta corriente aumentó hasta situarse en el 3 % del PIB. Los riesgos para la sostenibilidad exterior se ven atenuados por la proporción relativamente elevada de IED en el total de pasivos exteriores. Se espera que la balanza por cuenta corriente pase a ser negativa en 2020, debido en gran medida a la debilidad del turismo.
- La **deuda del sector privado** siguió disminuyendo en 2019. La mayor parte de la deuda sigue denominada en moneda extranjera, lo que genera riesgos de cambio.
- El **crecimiento de los precios reales de la vivienda** se aceleró en 2019 hasta situarse por encima del 8 %, respaldado por la aceleración del crecimiento de los préstamos hipotecarios, con una reducción de la brecha de valoración. Se prevé que el crecimiento de los precios de la vivienda se desacelere a la luz de la crisis de la COVID-19.
- La **deuda pública** siguió reduciéndose hasta llegar a un nivel, relativamente alto, del 73 % del PIB en 2019. Se prevé que en 2020 aumente en más de 15 puntos porcentuales debido a la drástica recesión económica y a las medidas de apoyo a la economía a la luz de la pandemia de COVID-19.
- El **sector bancario** se caracteriza por una rentabilidad moderada y una capitalización relativamente fuerte, pero también por un volumen relativamente elevado, aunque decreciente, de préstamos dudosos. Es probable que aumenten los préstamos dudosos una vez que se hayan eliminado gradualmente las medidas de apoyo público en respuesta a la crisis de la COVID-19.
- La **tasa de desempleo** alcanzó un mínimo histórico del 6,6 % en 2019, junto con fuertes descensos tanto del desempleo de larga duración como del desempleo juvenil. Sin embargo, se prevé que el desempleo aumente con la crisis actual.

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



Fuente: Eurostat.

Croacia entró en la crisis de la COVID-19 con vulnerabilidades relacionadas con la deuda pública, del sector privado y exterior en un contexto de bajo crecimiento potencial. Con la crisis de la COVID-19, se prevé que aumenten las ratios de deuda y el desempleo. En conclusión, la Comisión, teniendo en cuenta particularmente el desequilibrio detectado en febrero, considera oportuno examinar más a fondo la persistencia de los desequilibrios o su corrección.

ITALIA: En febrero de 2020, la Comisión llegó a la conclusión de que Italia estaba experimentando desequilibrios macroeconómicos excesivos, relacionados, en particular, con la elevada deuda pública y la prolongada atonía de la productividad, en un contexto de persistencia del alto volumen de préstamos dudosos y del alto nivel de desempleo. En el cuadro de indicadores actualizado, que incluye cifras de hasta 2019, los indicadores de la deuda pública y de la tasa de desempleo rebasan el umbral indicativo.

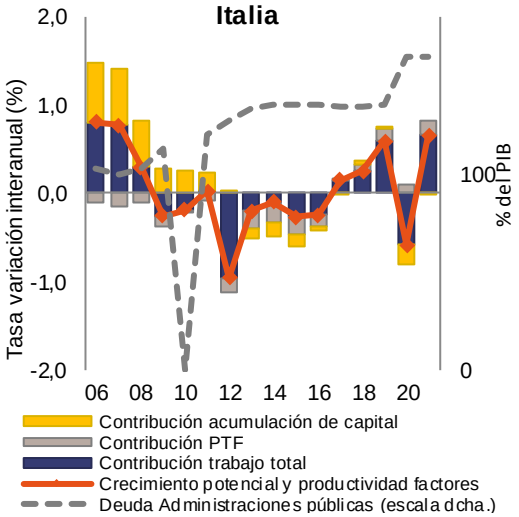
Las REP pertinentes del PDM publicadas en 2019 y 2020 están en general asociadas a las políticas presupuestario-estructurales, el mercado laboral, el entorno empresarial y el sector financiero. Más allá de las políticas justificadas para hacer frente a la pandemia, las medidas adoptadas en 2020 para corregir los desequilibrios están relacionadas con la eficacia de la Administración pública y el apoyo a la transición ecológica y digital.

Se prevé que el crecimiento del PIB real disminuya sustancialmente como consecuencia de la crisis de la COVID-19, pasando de 0,3 % en 2019 a -9,9 % en 2020. Asimismo, se prevé un crecimiento real del 4,1 % en 2021, lo que situaría el nivel del PIB nominal un 4,1 % por debajo del nivel de 2019.

Una serie de fenómenos relevantes puede resumirse como sigue:

- La **posición exterior** es estable, con una posición de inversión internacional neta próxima al equilibrio y un considerable superávit por cuenta corriente de carácter estable también en 2020, pese a la debilidad del turismo.
- El **crecimiento de la productividad** agregada sigue siendo lento y se prevé que mejore solo marginalmente a medio plazo. El **crecimiento de los costes laborales unitarios** siguió siendo bajo en 2019 y se prevé una desaceleración del crecimiento salarial en 2020.
- La **deuda pública** se mantuvo estable en 2019 en torno al 135 % del PIB, pero se espera que aumente sustancialmente en 2020, en unos 25 puntos porcentuales, como consecuencia de la respuesta a la pandemia y de la caída de la actividad económica. Se espera que el saldo primario pase a ser negativo en 2020 por primera vez desde 2009.

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



Fuente: servicios de la Comisión.

- En cuanto al **sector bancario**, la reducción significativa de los préstamos dudosos ha seguido progresando, pero el nivel sigue siendo comparativamente elevado, situándose justo por debajo del 7 %. Las medidas de liquidez concedidas en respuesta a la pandemia mejoraron el nivel de préstamos relativamente débil que se observó en 2019. Es probable que aumenten los préstamos dudosos si algunas de las medidas relacionadas con la COVID-19 se eliminan progresivamente demasiado pronto.
- La perturbación provocada por la pandemia empezó a revertir las recientes mejoras del **mercado laboral**, que podría seguir empeorando una vez que se eliminen gradualmente las medidas de emergencia. Se prevé que la tasa de desempleo se mantenga en torno al 10 % en 2020.

Italia entró en la crisis de la COVID-19 con vulnerabilidades relacionadas con el elevado nivel de deuda pública y el débil crecimiento de la productividad, en un contexto de un nivel de préstamos dudosos y de desempleo aún elevados, aunque decreciente. Con la crisis de la COVID-19, las ratios de

deuda han aumentado, mientras que el impacto en el mercado laboral y el sector bancario puede hacerse visible con cierto retraso, en función de la duración de la crisis y del calendario de la eliminación progresiva de las medidas de apoyo. En conclusión, la Comisión, teniendo en cuenta particularmente el desequilibrio excesivo detectado en febrero, considera oportuno examinar más a fondo la persistencia de riesgos macroeconómicos y supervisar los avances en la corrección de los desequilibrios excesivos.

CHIPRE: En febrero de 2020, la Comisión llegó a la conclusión de que Chipre experimentaba desequilibrios macroeconómicos excesivos, relacionados en particular con una proporción de préstamos dudosos muy elevada que lastra al sector financiero y unos altos niveles de deuda pública, exterior y del sector privado en un contexto de crecimiento potencial moderado. En el cuadro de indicadores actualizado, que incluye cifras de hasta 2019, el déficit por cuenta corriente, los indicadores de la posición de inversión internacional neta (PIIN), de la ratio de la deuda pública y de la deuda del sector privado rebasan el umbral indicativo.

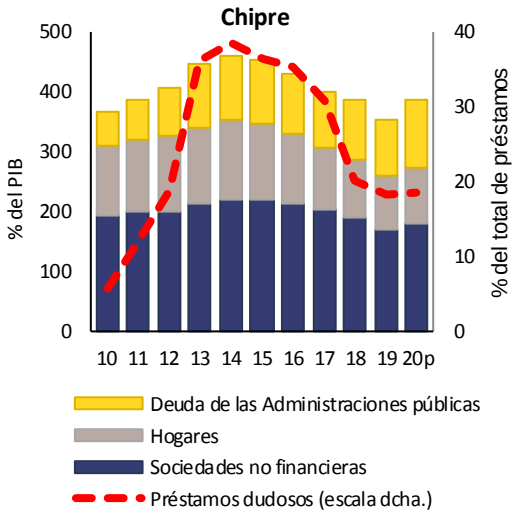
Las REP pertinentes del PDM publicadas en 2019 y 2020 están en general asociadas a las políticas presupuestario-estructurales, la deuda del sector privado, los préstamos dudosos y el entorno empresarial. Más allá de las políticas justificadas para hacer frente a la pandemia, las medidas adoptadas en 2020 para corregir los desequilibrios están relacionadas con el sistema judicial, la Administración pública, las corporaciones locales y el acceso a la financiación.

Se prevé que el crecimiento del PIB real disminuya sustancialmente como consecuencia de la crisis de la COVID-19, pasando de 3,1 % en 2019 a -6,2 % en 2020. Asimismo, se prevé un crecimiento real del 3,7 % en 2021, lo que situaría el nivel del PIB nominal un 0,7 % por debajo del nivel de 2019.

Una serie de fenómenos relevantes puede resumirse como sigue:

- La **vulnerabilidad exterior** sigue siendo motivo de preocupación, ya que la PIIN es significativamente negativa, a pesar de la mejora registrada en 2019 y de que una gran parte refleja las actividades de las entidades instrumentales. La balanza por cuenta corriente registró un gran déficit del 6,3 % del PIB en 2019, y se espera que se deteriore drásticamente en 2020 con la fuerte caída del turismo.
- La ratio de **deuda de las empresas** siguió disminuyendo en 2019, aunque siguió siendo elevada. Las sociedades no financieras redujeron su apalancamiento más rápidamente que los hogares. La **deuda de los hogares** se situó en torno al 90 % del PIB en 2019, por encima de los umbrales prudenciales. En 2020, se espera que las ratios de deuda del sector privado aumenten debido a la disminución del PIB nominal y a las moratorias de los préstamos. Se espera que la tendencia a la baja se reanude en 2021.

Gráfico A13: ***Deuda y préstamos dudosos***



Fuente: Eurostat y BCE

- Aunque la ratio **deuda pública** / PIB disminuyó en 2019, se prevé que aumente en torno a 20 puntos porcentuales en 2020, alcanzando cerca del 113 % del PIB, dadas las medidas de apoyo presupuestario, la emisión adicional de bonos y la contracción del PIB. La estabilidad del **sector bancario** ha mejorado en los últimos años, con acusados descensos en los préstamos dudosos durante el período 2018-2019. En 2020, la ratio de préstamos dudosos ha aumentado de forma limitada debido a las ventas de activos y a las cancelaciones, pero puede aumentar más en 2021 con la supresión de las moratorias de los reembolsos de deuda.

Chipre entró en la crisis de la COVID-19 con vulnerabilidades relacionadas con la deuda pública, el endeudamiento del sector privado y la deuda exterior, así como con un todavía elevado nivel de préstamos dudosos, en un contexto de crecimiento potencial moderado. Con la crisis de la COVID-19,

el déficit por cuenta corriente se ha deteriorado y las ratios de deuda han aumentado, mientras que la reducción del apalancamiento por los préstamos dudosos de los bancos se ha ralentizado. En conclusión, la Comisión, teniendo en cuenta particularmente el desequilibrio excesivo detectado en febrero, considera oportuno examinar más a fondo la persistencia de riesgos macroeconómicos y supervisar los avances en la corrección de los desequilibrios excesivos.

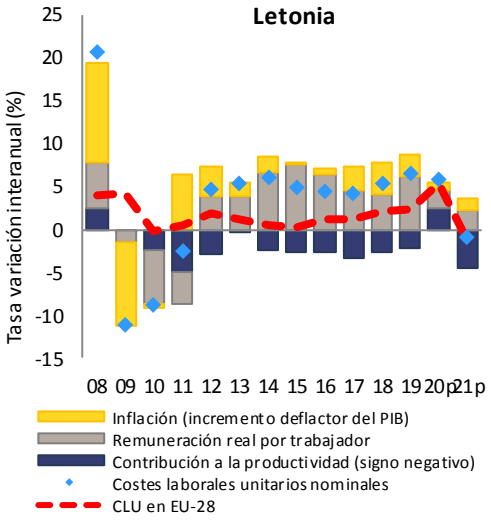
LETONIA: En el anterior ciclo del PDM, no se detectaron desequilibrios macroeconómicos en Letonia. En el cuadro de indicadores actualizado, que incluye cifras de hasta 2019, los indicadores de la posición de inversión internacional neta (PIIN) y del crecimiento de los costes laborales unitarios rebasan el umbral indicativo.

Se prevé que el crecimiento del PIB real disminuya sustancialmente como consecuencia de la crisis de la COVID-19, pasando de 2,1 % en 2019 a -5,6 % en 2020. Asimismo, se prevé un crecimiento real del 4,9 % en 2021, lo que situaría el nivel del PIB nominal un 1,3 % por encima del nivel de 2019.

Una serie de fenómenos relevantes puede resumirse como sigue:

- Persiste la **vulnerabilidad exterior**, aunque se han producido mejoras. La balanza por cuenta corriente fue ligeramente negativa en 2019, pero la PIIN siguió mejorando rápidamente, principalmente como consecuencia de la IED y de la deuda pública. Se prevé que la PIIN siga mejorando y que la balanza por cuenta corriente registre un superávit.
- Los **costes laborales unitarios** siguieron creciendo con relativa intensidad en 2019, impulsados por el acusado crecimiento de los salarios. Sin embargo, se prevé que el crecimiento de los salarios se reduzca en 2020, habida cuenta del impacto de la crisis de la COVID-19. Paralelamente, el tipo de cambio efectivo real se mantuvo prácticamente sin cambios, tras una fuerte apreciación el año anterior. Las cuotas de mercado de las exportaciones disminuyeron por primera vez en 4 años.

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



Fuente: servicios de la Comisión.

- El **endeudamiento de las empresas y de los hogares** sigue siendo moderado, aunque se prevé que aumente con la caída del PIB por la crisis de la COVID-19. Aunque los préstamos a empresas no financieras aumentaron en 2019, se prevé que se reduzcan sustancialmente en 2020. El crecimiento de los **precios de la vivienda** siguió siendo elevado en 2019, justo por debajo del umbral, pero se espera que se desacelere como consecuencia de la crisis de la COVID-19.
- El **sector bancario** entró en la crisis en un buen estado desde el punto de vista financiero, con ratios de capital y de liquidez superiores a la media de la UE. Sin embargo, es probable que aumenten los préstamos dudosos, aunque su nivel es aún bajo, una vez que se eliminen gradualmente las medidas de apoyo público en respuesta a la crisis de la COVID-19. La **deuda pública** siguió disminuyendo en 2019, hasta aproximadamente el 37 % del PIB, pero se prevé que aumente en 2020 con las medidas para hacer frente a la pandemia y a la contracción del PIB.

Letonia entró en la crisis de la COVID-19 sin que se detectaran desequilibrios macroeconómicos, aunque la dinámica ligada a la oferta de mano de obra y la competitividad de los costes entrañaban algunos riesgos de carácter limitado. Con la crisis de la COVID-19, las presiones sobre el mercado laboral y los salarios se han reducido temporalmente. En conjunto, la Comisión no considera necesario proceder por el momento a un análisis más exhaustivo en el contexto del PDM.

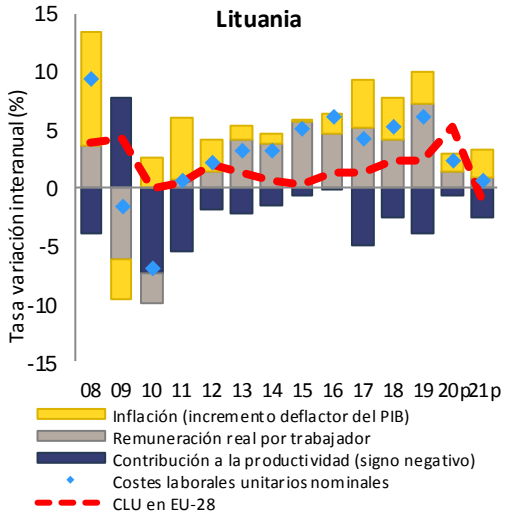
LITUANIA: En el anterior ciclo del PDM, no se detectaron desequilibrios macroeconómicos en Lituania. En el cuadro de indicadores actualizado que incluye cifras de hasta 2019, el indicador de crecimiento de los costes laborales unitarios rebasa su umbral indicativo.

Se prevé que el crecimiento del PIB real disminuya sustancialmente como consecuencia de la crisis de la COVID-19, pasando de 4,3 % en 2019 a -2,2 % en 2020. Asimismo, se prevé un crecimiento real del 3 % en 2021, lo que situaría el nivel del PIB nominal un 4,8 % por encima del nivel de 2019.

Una serie de fenómenos relevantes puede resumirse como sigue:

- La **vulnerabilidad exterior** sigue contenida, ya que la PIIN, aunque negativa, mejoró gradualmente hasta 2019. Consiste principalmente en el volumen acumulado de IED. Se prevé que la PIIN siga mejorando en 2020 y 2021. El aumento de las exportaciones de servicios de transporte ha mejorado considerablemente la balanza comercial y, por lo tanto, el superávit por cuenta corriente aumentó hasta situarse por encima del 3 % en 2019 y se espera que siga siendo considerable en 2020 y 2021. Las cuotas en los mercados de exportación han seguido aumentando a buen ritmo.

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



Fuente: servicios de la Comisión.

- El **coste laboral unitario nominal** aumenta rápidamente desde 2016, como consecuencia de un mercado laboral ajustado y de algunos cambios normativos, entre ellos un aumento relativamente rápido de los salarios mínimos y de los salarios del sector público. Se espera que la pandemia de COVID-19 tenga un impacto negativo en los salarios del sector privado en 2020 y ralentice el crecimiento del coste laboral unitario nominal.
- El **sector bancario** es muy rentable y la ratio de capital es ligeramente superior a la media de la zona del euro. Los préstamos dudosos han seguido una tendencia a la baja y su nivel es globalmente bajo. La **deuda pública** siguió disminuyendo en 2019, pero se prevé que aumente hasta aproximadamente el 47 % del PIB en 2020 a la luz de la crisis de la COVID-19 y que siga incrementándose en 2021.
- Antes de la pandemia de COVID-19, el **funcionamiento del mercado laboral** era bueno, con una tasa de desempleo del 6,3 %. No obstante, se prevé que la tasa de desempleo aumente hasta el 8,9 % en 2020, antes de disminuir de nuevo en 2021.

Lituania entró en la crisis de la COVID-19 sin que se detectaran desequilibrios macroeconómicos, aunque la dinámica de la competitividad de los costes entrañaba algunos riesgos de carácter limitado. Con la crisis de la COVID-19, la posición exterior se ha mantenido estable y se han reducido las presiones sobre los salarios. En conjunto, la Comisión no considera necesario proceder por el momento a un análisis más exhaustivo en el contexto del PDM.

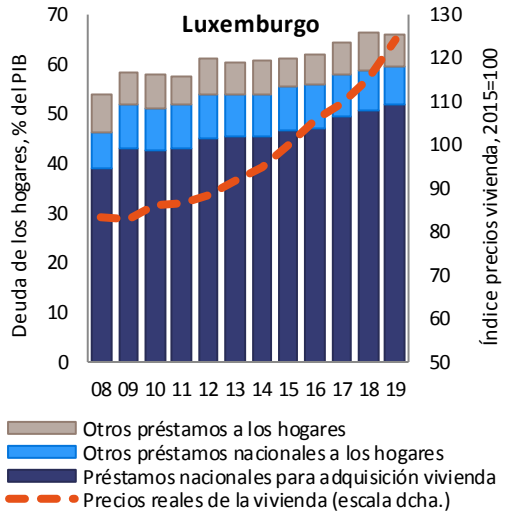
LUXEMBURGO: En el anterior ciclo del PDM, no se detectaron desequilibrios macroeconómicos en Luxemburgo. En el cuadro de indicadores actualizado que incluye cifras de hasta 2019, los indicadores del crecimiento de los costes laborales unitarios, del precio de la vivienda y de la deuda del sector privado rebasan el umbral indicativo.

Se prevé que el crecimiento del PIB real disminuya sustancialmente como consecuencia de la crisis de la COVID-19, pasando de 2,3 % en 2019 a -4,5 % en 2020. Asimismo, se prevé un crecimiento real del 3,9 % en 2021, lo que situaría el nivel del PIB nominal un 0,3 % por encima del nivel de 2019.

Una serie de fenómenos relevantes puede resumirse como sigue:

- **Las preocupaciones en materia de sostenibilidad exterior son limitadas**. La balanza por cuenta corriente muestra un superávit estable, mientras que la posición de inversión internacional neta es notablemente positiva. Los **costes laborales unitarios** siguieron creciendo a un ritmo bastante elevado en 2019, en un contexto de un mercado laboral ajustado. En 2020 se espera contener el crecimiento de los costes laborales unitarios en un contexto de moderación salarial debido a la crisis de la COVID-19.

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



Fuente: Eurostat y BCE.

- **La ratio deuda del sector privado / PIB** es muy elevada (319 %) y refleja principalmente un gran **endeudamiento de las empresas**, superior al 250 % del PIB en 2019. Sin embargo, la elevada cifra refleja principalmente el papel de Luxemburgo como centro financiero mundial y los préstamos intragrupo transfronterizos. La **deuda de los hogares** se estabilizó en 2019 en el 66 % del PIB y está muy por debajo de los valores de referencia fundamentales y basados en las variables económicas fundamentales, aunque es más elevada si se compara con la renta disponible. El crédito hipotecario creció un 8 % en 2019, siendo la mitad del crédito pendiente a tipos de interés variables, aunque esta proporción ha disminuido rápidamente. En 2020, se espera que aumente la ratio deuda de los hogares / PIB, en particular debido a la caída del PIB.
- Los **precios de la vivienda** siguieron creciendo de forma acusada en 2019 y existen indicios de sobrevaloración. De cara al futuro en 2020-2021, no se prevé una fuerte moderación del crecimiento de los precios de la vivienda. Por el lado de la oferta, la construcción de viviendas se contrajo en 2019, agravando el desajuste entre la oferta y la demanda que está provocando un alza de los precios de la vivienda.
- El **sector bancario** está bien capitalizado y con liquidez y ha seguido siendo rentable, aunque la rentabilidad es inferior a la media de la zona del euro. El volumen de préstamos dudosos es muy bajo. Sin embargo, la evolución de los precios de la vivienda, vinculada al nivel de exposición de las entidades de crédito al crédito hipotecario y al elevado endeudamiento de los hogares, requiere un seguimiento permanente. La **deuda pública** es baja y se espera que aumente hasta aproximadamente el 25 % del PIB en 2021.

Luxemburgo entró en la crisis de la COVID-19 sin que se detectaran desequilibrios macroeconómicos, aunque con algunos riesgos relacionados con el aumento de los precios de la vivienda y la deuda de los

hogares. Con la crisis de la COVID-19, las presiones sobre los precios y los costes se han reducido temporalmente. En conjunto, la Comisión no considera necesario proceder por el momento a un análisis más exhaustivo en el contexto del PDM.

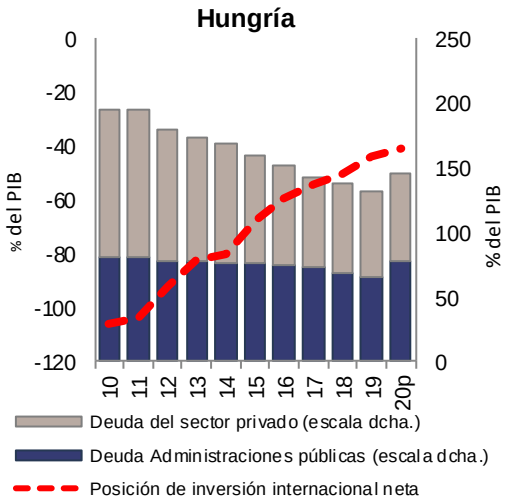
HUNGRÍA: En el anterior ciclo del PDM, no se detectaron desequilibrios macroeconómicos en Hungría. En el cuadro de indicadores actualizado, que incluye cifras de hasta 2019, los indicadores de la posición de inversión internacional neta (PIIN), del crecimiento de los precios de la vivienda, de la deuda pública y del crecimiento de los pasivos financieros rebasan el umbral indicativo.

Se prevé que el crecimiento del PIB real disminuya sustancialmente como consecuencia de la crisis de la COVID-19, pasando de 4,6 % en 2019 a -6,4 % en 2020. Asimismo, se prevé un crecimiento real del 4 % en 2021, lo que situaría el nivel del PIB nominal un 6,2 % por encima del nivel de 2019.

Una serie de fenómenos relevantes puede resumirse como sigue:

- Sigue existiendo **vulnerabilidad exterior**, a pesar de las continuas mejoras de la PIIN, que se situó en el -44 % en 2019, por encima del valor de referencia basado en las variables económicas fundamentales. Se prevé que la PIIN siga mejorando en 2020 y 2021. Las reservas oficiales a principios de 2020 se situaban cerca de niveles considerados mínimos prudenciales. La balanza por cuenta corriente pasó a registrar un ligero déficit en 2019 y se espera que siga siendo ligeramente negativa hasta 2022. El crecimiento de las cuotas de mercado de las exportaciones se recuperó, a pesar del deterioro de la competitividad de los costes. En 2020, el forint sufrió una considerable depreciación, lo que es un buen presagio para la competitividad en el futuro, pero también refleja la vulnerabilidad ante los cambios de sentimiento de los mercados financieros mundiales.

Gráfico A17: ***PIIN, deuda privada y deuda pública***



Fuente: Eurostat.

- Los **precios de la vivienda** y los flujos de crédito crecieron fuertemente en 2019, surgiendo preocupaciones en materia de sobrevaloración. Se espera que la crisis de la COVID-19 lleve a determinado grado de corrección de los precios.
- La **deuda pública** siguió una tendencia descendente en 2019, cayendo hasta aproximadamente el 65 % del PIB. Se prevé que en 2020 aumente en casi 13 puntos porcentuales, lo que refleja la profundidad de la recesión y las medidas de apoyo del Gobierno en respuesta a la crisis de la COVID-19. Las necesidades brutas de financiación son especialmente elevadas debido a la combinación de una deuda elevada y unos vencimientos relativamente cortos. Además, tanto la deuda pública como la deuda de las empresas están expuestas al tipo de cambio de las divisas. Al mismo tiempo, la apertura de la economía hace que la renta nacional y el saldo presupuestario sean sensibles a los movimientos de divisas. Un determinado nivel de deuda denominada en moneda extranjera puede ayudar a cubrir esta exposición.
- El **sector bancario** es muy rentable, pero la ratio de capital de nivel 1 es inferior al de la mayoría de los demás países de la UE. Una moratoria de pago global para los prestatarios protege temporalmente de posibles impagos a los bancos. Sin embargo, la ratio de préstamos dudosos sigue siendo relativamente elevada, situándose en el 4,3 % en 2019, y podría aumentar tras la expiración de la moratoria. Los bancos comerciales poseen una cantidad significativa de deuda pública (alrededor del 20 % del PIB).

En general, los valores económicos ponen de relieve problemas relacionados con las presiones sobre los costes, la estructura de las exportaciones, la deuda pública y el mercado de la vivienda. Con la

crisis de la COVID-19, es probable que los problemas relacionados con las presiones sobre los costes se reduzcan en el futuro, mientras que los riesgos asociados a la interacción entre las necesidades de financiación pública y la financiación exterior parecen haber aumentado. Dicho esto, la magnitud de los desequilibrios en términos de stock no es especialmente elevada. En conjunto, la Comisión no considera necesario proceder por el momento a un análisis más exhaustivo en el contexto del PDM.

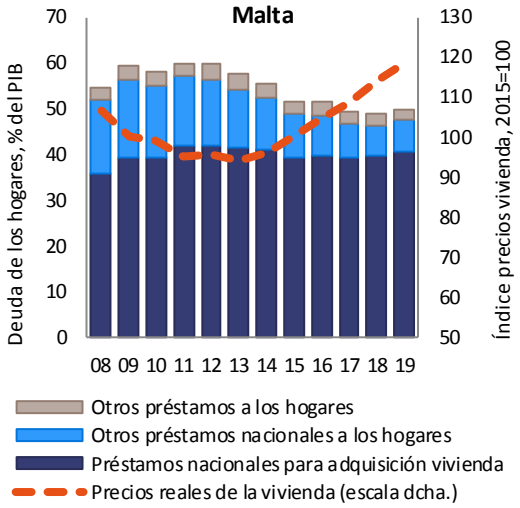
MALTA: En el anterior ciclo del PDM, no se detectaron desequilibrios macroeconómicos en Malta. En el cuadro de indicadores actualizado, que incluye cifras de hasta 2019, ningún indicador rebasa el umbral indicativo.

Se prevé que el crecimiento del PIB real disminuya sustancialmente como consecuencia de la crisis de la COVID-19, pasando de 4,9 % en 2019 a -7,3 % en 2020. Asimismo, se prevé un crecimiento real del 3 % en 2021, lo que situaría el nivel del PIB nominal un 2,6 % por debajo del nivel de 2019.

Una serie de fenómenos relevantes puede resumirse como sigue:

- El superávit por **cuenta corriente** es elevado, pero se espera que se reduzca a cerca del equilibrio de aquí a 2021, debido en parte a la debilidad del turismo. La posición de inversión internacional neta, muy positiva, refleja la posición como centro financiero internacional. Los costes laborales unitarios han aumentado a un ritmo relativamente rápido en los últimos años.

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



Fuente: Eurostat y BCE.

- La **deuda del sector privado** aumentó ligeramente y se acercó al umbral del cuadro de indicadores en 2019, impulsada por una fuerte expansión del crédito que mantuvo elevadas inversiones en la construcción de viviendas. Se espera que las tendencias del sector de la construcción continúen respaldadas por una reducción temporal de los impuestos sobre las transacciones inmobiliarias en 2020 y 2021. Las favorables condiciones del mercado de trabajo, acompañadas de unos bajos tipos de interés, favorecieron el endeudamiento de los hogares, lo que justifica la vigilancia. El **crecimiento** sostenido **de los precios de la vivienda** continuó en 2019, con algunas señales de sobrevaloración. Se prevé que el crecimiento de los precios de la vivienda se modere temporalmente en 2020 debido a la crisis de la COVID-19.
- La **deuda pública** se encontraba en una senda decreciente hasta 2019 y se prevé que aumente hasta el 60 % del PIB en 2020 como consecuencia del brote de COVID-19. En el sector bancario, los pasivos disminuyeron en 2019, el nivel de préstamos dudosos se mantuvo estable, y se espera que la revisión en curso del marco relativo a la insolvencia refuerce la resiliencia del sector. No obstante, la creciente concentración de las carteras de los bancos en el sector inmobiliario justifica un estrecho seguimiento.
- La **tasa de desempleo** disminuyó en 2019 y la tasa de actividad siguió aumentando. Sin embargo, se prevé que la tasa de desempleo aumente con la crisis de la COVID-19.

Malta entró en la crisis de la COVID-19 sin que se detectaran desequilibrios macroeconómicos, aunque con una balanza por cuenta corriente elevada y un crecimiento relativamente dinámico de los precios de la vivienda que entrañaba riesgos limitados. Con la crisis de la COVID-19, las presiones internas se han atenuado ligeramente y la posición exterior se ha mantenido estable. En conjunto, la Comisión no considera necesario proceder por el momento a un análisis más exhaustivo en el contexto del PDM.

PAÍSES BAJOS: En febrero de 2020, la Comisión llegó a la conclusión de que los Países Bajos registraban desequilibrios macroeconómicos, particularmente en relación con el alto nivel de deuda del sector privado y el gran superávit por cuenta corriente. En el cuadro de indicadores actualizado, los indicadores del superávit por cuenta corriente y de la deuda del sector privado rebasan el umbral indicativo.

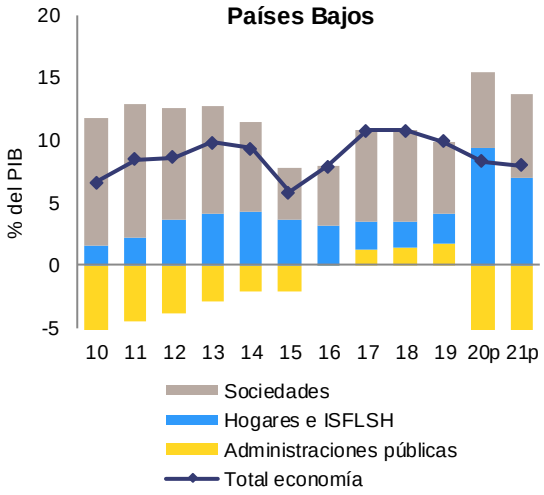
Las REP pertinentes del PDM publicadas en 2019 y 2020 están en general asociadas a la inversión, las rentas de los hogares, las pensiones, el endeudamiento del sector privado y el mercado de la vivienda. Más allá de las políticas justificadas para hacer frente a la pandemia, las medidas adoptadas en 2020 para corregir los desequilibrios están relacionadas con el sistema de pensiones, la inversión en vivienda, la reducción de la deuda de los hogares y la puesta en marcha de Invest-NL.

Se prevé que el crecimiento del PIB real disminuya sustancialmente como consecuencia de la crisis de la COVID-19, pasando de 1,7 % en 2019 a -5,3 % en 2020. Asimismo, se prevé un crecimiento real del 2,2 % en 2021, lo que situaría el nivel del PIB nominal un 0,1 % por debajo del nivel de 2019.

Una serie de fenómenos relevantes puede resumirse como sigue:

- El **superávit por cuenta corriente** se redujo del 10,8 % del PIB en 2018 al 9,9 % en 2019 y se espera que también disminuya moderadamente en 2020. Con la crisis de la COVID-19, el sector público se ha desplazado a una posición de ahorro neto muy negativa, pero es probable que esto se vea compensado en gran medida por nuevos aumentos del superávit de ahorro de los hogares y las empresas. En general, se espera que el superávit por cuenta corriente permanezca muy por encima de los valores de referencia basados en las variables económicas fundamentales.

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



Fuente: AMECO.

- El **endeudamiento del sector privado**, en torno al 230 % del PIB en 2019, ha seguido una tendencia a la baja antes de la crisis de la COVID-19. La **deuda de las empresas** se debe principalmente la deuda intragrupo de las multinacionales. La **deuda de los hogares**, que se situó en el 100 % del PIB en 2019, está relacionada principalmente con el generoso tratamiento fiscal de las hipotecas y con un mercado de alquiler que no funciona de manera óptima. Se espera que la ratio de deuda de los hogares vuelva a aumentar a partir de 2020. El aumento del desempleo puede reducir la futura capacidad de reembolso de los hogares. Los **precios de la vivienda** aumentaron un 4,8 % en 2019, apreciándose indicios de sobrevaloración.
- **El sistema bancario** está bien capitalizado, cuenta con un bajo nivel de préstamos dudosos y es rentable. Se prevé que la **deuda pública** aumente hasta aproximadamente el 64 % del PIB en 2020 y podría seguir aumentando en los años siguientes.
- El **mercado laboral** presentaba un grado de ajuste históricamente elevado antes de la crisis. Sin embargo, las condiciones del mercado de trabajo se deteriorarán notablemente como consecuencia de la crisis, afectando especialmente a las personas que se encuentran en una posición menos favorable en el mercado laboral.

Los Países Bajos entraron en la crisis de la COVID-19 con un prolongado gran superávit de ahorro interno acompañado de elevados niveles de deuda del sector privado. Tras la crisis, se espera que el superávit de ahorro disminuya ligeramente pero que siga siendo elevado, mientras que se prevé que crezcan las ratios de deuda del sector privado. En conclusión, la Comisión, teniendo en cuenta particularmente los desequilibrios detectados en febrero, considera oportuno examinar más a fondo la persistencia de los desequilibrios o su corrección.

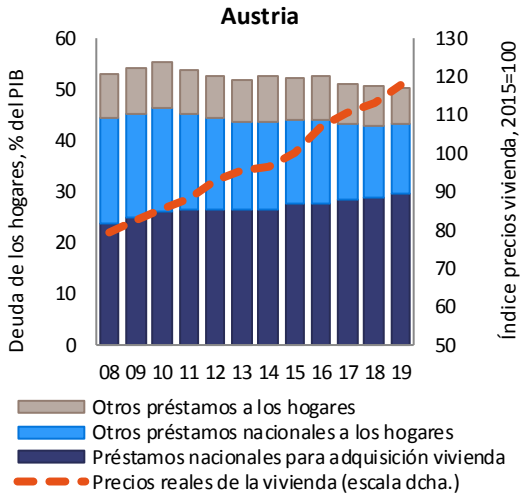
AUSTRIA: En el anterior ciclo del PDM, no se detectaron desequilibrios macroeconómicos en Austria. En el cuadro de indicadores actualizado, que incluye cifras de hasta 2019, el indicador de la deuda pública rebasa el umbral indicativo.

Se prevé que el crecimiento del PIB real disminuya sustancialmente como consecuencia de la crisis de la COVID-19, pasando de 1,4 % en 2019 a -7,1 % en 2020. Asimismo, se prevé un crecimiento real del 4,1 % en 2021, lo que situaría el nivel del PIB nominal un 0,6 % por encima del nivel de 2019.

Una serie de fenómenos relevantes puede resumirse como sigue:

- La **vulnerabilidad exterior** siguió siendo moderada. El superávit por cuenta corriente aumentó en 2019, hasta situarse en el 3 % del PIB, pero se prevé que disminuya ligeramente en 2020. El crecimiento de los costes laborales unitarios aumentó moderadamente en 2019, pero sigue estando relativamente contenido. Se prevé una moderación salarial limitada para 2020, también debido a que las negociaciones salariales de sectores económicos importantes tuvieron lugar antes del estallido de la crisis.
- El **endeudamiento del sector privado** continuó su senda descendente, ya que la ratio de deuda de los hogares se mantuvo estable y las sociedades no financieras redujeron su apalancamiento moderadamente en 2019. No obstante, en 2020 se esperan incrementos en ambos ámbitos, debido principalmente al descenso del PIB inducido por la COVID-19. Se prevé que esto se invierta en parte en 2021, como consecuencia de la recuperación económica prevista.

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



Fuente: Eurostat y BCE.

- Los **precios reales de la vivienda** continuaron su tendencia al alza y volvieron a aumentar ligeramente en 2019, presentando algunas señales crecientes de sobrevaloración. Sin embargo, se espera una cierta corrección de los precios en 2021. Aunque justifican un seguimiento, las subidas de precios no parecen estar impulsadas por el crédito.
- En general, el **sector bancario** está bien situado para contribuir a mitigar el impacto de la crisis. La ratio de préstamos dudosos siguió disminuyendo en 2019, hasta situarse ligeramente por encima del 2 %. Asimismo, la **deuda pública** siguió su tendencia a la baja como consecuencia del fuerte crecimiento económico y la liquidación en curso de los activos de entidades financieras nacionalizadas. Sin embargo, debido a la crisis, se espera que aumente hasta aproximadamente el 84 % del PIB en 2020, casi 14 puntos porcentuales por encima de su nivel de 2019.
- La mejora de las condiciones macroeconómicas ha contribuido a seguir mejorando el **mercado laboral**, aunque se prevé que el desempleo aumente en 2020 como consecuencia de la crisis.

Austria entró en la crisis de la COVID-19 sin que se detectaran desequilibrios macroeconómicos, aunque con algunas vulnerabilidades relacionadas con el mercado de la vivienda. Con la crisis de la COVID-19, el crecimiento de los precios de la vivienda está moderándose, mientras que la deuda pública está aumentando. En conjunto, la Comisión no considera necesario proceder por el momento a un análisis más exhaustivo en el contexto del PDM.

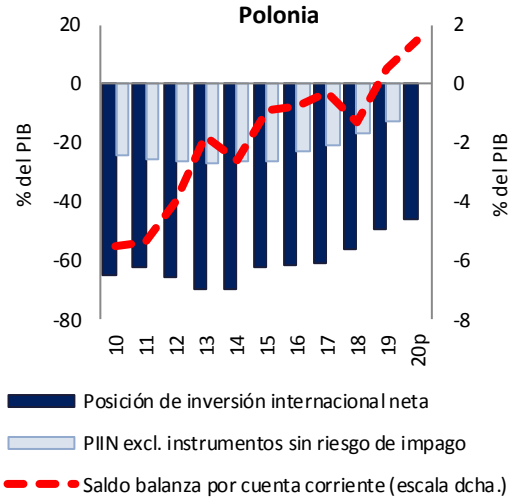
POLONIA: En el anterior ciclo del PDM, no se detectaron desequilibrios macroeconómicos en Polonia. En el cuadro de indicadores actualizado, que incluye cifras de hasta 2019, los indicadores de la posición de inversión internacional neta (PIIN) y del crecimiento del precio de la vivienda rebasan el umbral indicativo.

Se prevé que el crecimiento del PIB real disminuya sustancialmente como consecuencia de la crisis de la COVID-19, pasando de 4,5 % en 2019 a -3,6 % en 2020. Asimismo, se prevé un crecimiento real del 3,3 % en 2021, lo que situaría el nivel del PIB nominal un 5 % por encima del nivel de 2019.

Una serie de fenómenos relevantes puede resumirse como sigue:

- La **vulnerabilidad exterior** sigue contenida, ya que la PIIN, aunque negativa, mejoró gradualmente hasta 2019. Además, consiste principalmente en el *stock* acumulado de IED y una parte considerable de las entradas de IED procede de beneficios reinvertidos. Se prevé que la PIIN mejore ligeramente, hasta el 49 % del PIB en 2020, y que siga mejorando en 2021, aunque a un ritmo más lento. La balanza por cuenta corriente pasó a ser positiva en 2019 y se prevén superávits también en 2020 y 2021.
- El **endeudamiento del sector privado** se mantiene por debajo de los umbrales prudenciales y disminuyó en 2019. Se espera que se mantenga estable en 2020.
- El crecimiento de los **precios de la vivienda** se aceleró en 2019, al igual que el crecimiento del crédito hipotecario. El crecimiento de los precios de la vivienda alcanzó casi el 7 % en 2019, pero se espera que disminuya en 2020-2021. Los riesgos siguen siendo limitados y hay pocos indicios de sobrevaloración.
- En general, el **sector bancario** está en buena posición para contribuir a mitigar el impacto de la crisis. Además, la ratio de préstamos dudosos cayó en 2019 hasta un nivel aún relativamente elevado, de alrededor del 6 %, y podría aumentar en el futuro como consecuencia de la crisis de la COVID-19. La **deuda pública** siguió disminuyendo en 2019, pero se prevé que aumente 11 puntos porcentuales, acercándose al 60 % del PIB en 2020, debido a las medidas destinadas a hacer frente a la pandemia y a la contracción del PIB.
- La evolución macroeconómica favorable a lo largo de 2019 aportó nuevas mejoras en el **mercado laboral**, situándose el desempleo en niveles históricamente bajos. Sin embargo, la crisis de la COVID-19 probablemente dará lugar a un aumento en 2020-2021.

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



Fuente: servicios de la Comisión.

Polonia entró en la crisis de la COVID-19 sin que se detectaran desequilibrios macroeconómicos, aunque con una posición de inversión internacional neta negativa que entrañaba riesgos de carácter limitado. Con la crisis de la COVID-19, la posición exterior se ha mantenido estable. En conjunto, la Comisión no considera necesario proceder por el momento a un análisis más exhaustivo en el contexto del PDM.

PORTUGAL: En febrero de 2020, la Comisión llegó a la conclusión de que Portugal estaba experimentando desequilibrios macroeconómicos, relacionados en particular con el gran *stock* de pasivos externos netos, la deuda pública y la del sector privado, y una elevada proporción de préstamos dudosos, en un contexto de bajo crecimiento de la productividad. En el cuadro de indicadores actualizado, que incluye cifras de hasta 2019, los indicadores de la posición de inversión internacional neta (PIIN), del crecimiento del precio de la vivienda, de la deuda del sector privado y de la deuda pública rebasan el umbral indicativo.

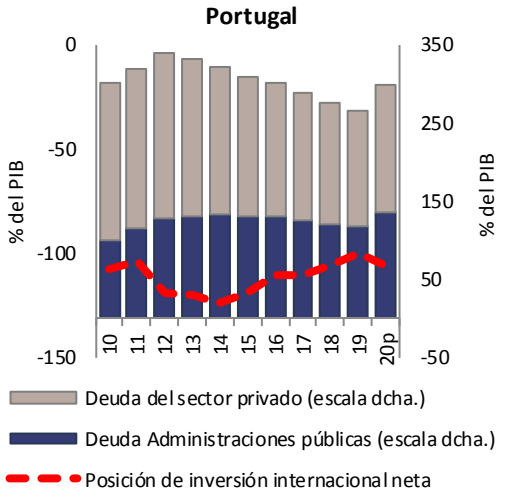
Las REP pertinentes del PDM publicadas en 2019 y 2020 están en general asociadas a las políticas presupuestario-estructurales, el entorno empresarial y los préstamos dudosos. Más allá de las políticas justificadas para hacer frente a la pandemia, las medidas adoptadas en 2020 para corregir los desequilibrios están relacionadas con la educación y la formación, la digitalización y la justicia contencioso-administrativa.

Se prevé que el crecimiento del PIB real disminuya sustancialmente como consecuencia de la crisis de la COVID-19, pasando de 2,2 % en 2019 a -9,3 % en 2020. Asimismo, se prevé un crecimiento real del 5,4 % en 2021, lo que situaría el nivel del PIB nominal un 1,1 % por debajo del nivel de 2019.

Una serie de fenómenos relevantes puede resumirse como sigue:

- La **sostenibilidad exterior** sigue siendo vulnerable debido al gran *stock* de pasivos exteriores netos del país y al impacto negativo de la COVID-19 en el turismo extranjero. Se prevé que la balanza por cuenta corriente, que estaba globalmente equilibrada en 2019, se deteriore ligeramente en 2020. Se prevé que la PIIN negativa aumente en 2020, aunque a un ritmo relativamente lento.
- La **deuda del sector privado** continuó su tendencia a la baja, alcanzando casi el 150 % del PIB en 2019, pero se prevé que aumente de nuevo con la crisis de la COVID-19. En el **sector empresarial**, las tensiones de liquidez son apremiantes y se establecen sistemas de garantías de crédito. A pesar de seguir disminuyendo, los préstamos dudosos entraron en la crisis de la COVID-19 a un nivel relativamente elevado y es probable que los riesgos de insolvencia aumenten una vez que expire la moratoria de reembolso de los préstamos. La ratio **deuda de los hogares** / PIB, que ya es elevada, aumentará en 2020 con la contracción del PIB, mientras que la tasa de ahorro de los hogares aumentará sustancialmente.
- El **crecimiento real de los precios de la vivienda** ha superado el umbral indicativo durante cuatro años consecutivos hasta 2019, mostrando signos cada vez mayores de sobrevaloración. Sin embargo, se espera un acusado descenso de las tasas de crecimiento durante el período 2020-2021, en un contexto de reducción de la demanda del mercado y aumento de los volúmenes de construcción.
- La **deuda pública** es elevada, aunque en una tendencia a la baja constante, alcanzando el 117 % del PIB en 2019. Sin embargo, se prevé un aumento de 18 puntos porcentuales para 2020, dadas las medidas para hacer frente a la pandemia y a la contracción del PIB.

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



Fuente: Eurostat.

Portugal entró en la crisis de la COVID-19 con vulnerabilidades relacionadas con los grandes stocks *de deuda en un contexto de bajo crecimiento de la productividad. Con la crisis de la COVID-19, las ratios de deuda han crecido en todos los sectores. En conclusión, la Comisión, teniendo en cuenta particularmente los desequilibrios detectados en febrero, considera oportuno examinar más a fondo la persistencia de los desequilibrios o su corrección.*

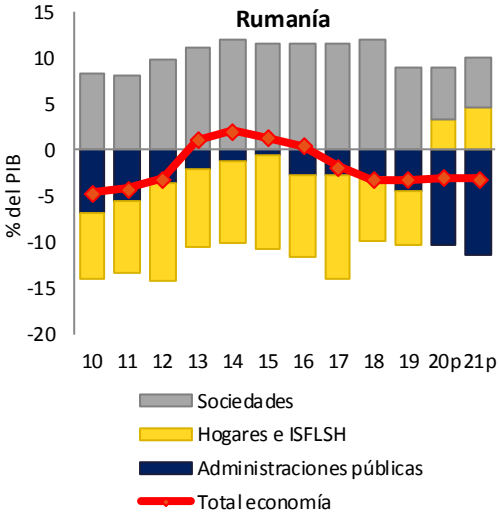
RUMANÍA: En febrero de 2020, la Comisión llegó a la conclusión de que Rumanía estaba experimentando desequilibrios macroeconómicos, en particular relacionados con la pérdida de competitividad de los costes, un deterioro de la posición exterior y un aumento del déficit por cuenta corriente, en un contexto de política fiscal expansionista y un entorno empresarial impredecible. En el cuadro de indicadores actualizado, que incluye cifras de hasta 2019, los indicadores del déficit por cuenta corriente, de la posición de inversión internacional neta (PIIN) y del crecimiento de los costes laborales unitarios rebasan el umbral indicativo.

Las REP pertinentes del PDM publicadas en 2019 y 2020 están en general asociadas a las políticas presupuestarias, la estabilidad financiera, la competitividad de los costes y el entorno empresarial. Más allá de las políticas justificadas para hacer frente a la pandemia, las medidas adoptadas en 2020 para hacer frente a los desequilibrios están relacionadas principalmente con el sector bancario y, en menor medida, con el mecanismo de fijación del salario mínimo.

Se prevé que el crecimiento del PIB real disminuya sustancialmente como consecuencia de la crisis de la COVID-19, pasando de 4,2 % en 2019 a -5,2 % en 2020. Asimismo, se prevé un crecimiento real del 3,3 % en 2021, lo que situaría el nivel del PIB nominal un 3,6 % por encima del nivel de 2019.

Una serie de fenómenos relevantes puede resumirse como sigue:

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



Fuente: AMECO.

- La **sostenibilidad exterior** sigue siendo una vulnerabilidad, en la que la PIIN negativa no siguió mejorando en 2019, sino que se estabilizó en torno al -44 % del PIB. Se prevé que la PIIN se mantenga en torno al este nivel 2020. El déficit por cuenta corriente empeoró hasta alcanzar casi el 5 % del PIB en 2019, y se prevé que siga siendo considerable en 2020 y 2021.
- El crecimiento del **coste laboral unitario nominal** permaneció elevado en 2019, con un mercado laboral ajustado. Es probable que la moderación salarial debida a la crisis de la COVID-19 reduzca las presiones sobre la competitividad de los costes, aunque el mantenimiento preventivo de personal se tradujo en un aumento adicional del crecimiento del coste laboral unitario en 2020.
- Se prevé que la ratio **deuda pública** / PIB aumente más de 11 puntos porcentuales en 2020, hasta aproximadamente el 47 % del PIB, como consecuencia del impacto de la crisis pero también de incrementos permanentes del gasto corriente decididos anteriormente. Se prevé que la deuda pública siga aumentando notablemente en 2021. Además, una proporción relativamente grande está denominada en moneda extranjera y, por tanto, está sujeta a riesgos de tipo de cambio. La imprevisibilidad de las políticas siguió siendo motivo de preocupación a lo largo de 2019 y 2020, en particular en relación con la legislación que afecta a la sostenibilidad presupuestaria.
- La **rentabilidad del sector bancario**, aunque muy por encima de la media de la UE, está disminuyendo desde 2019. Aunque la ratio de préstamos dudosos disminuyó por debajo del 4 % a principios de 2020 y se espera que siga siendo moderada en 2020, podría aumentar a la luz de la

crisis de la COVID-19. La deuda del sector privado siguió siendo baja, pero se prevé que aumente moderadamente en 2020.

Rumanía entró en la crisis de la COVID-19 con vulnerabilidades relacionadas con la deuda exterior y la deuda pública, la competitividad de costes y un entorno empresarial impredecible. Con la crisis de la COVID-19, las ratios de deuda han aumentado notablemente y la situación presupuestaria se ha deteriorado. En conclusión, la Comisión, teniendo en cuenta particularmente los desequilibrios detectados en febrero, considera oportuno examinar más a fondo la persistencia de los desequilibrios o su corrección.

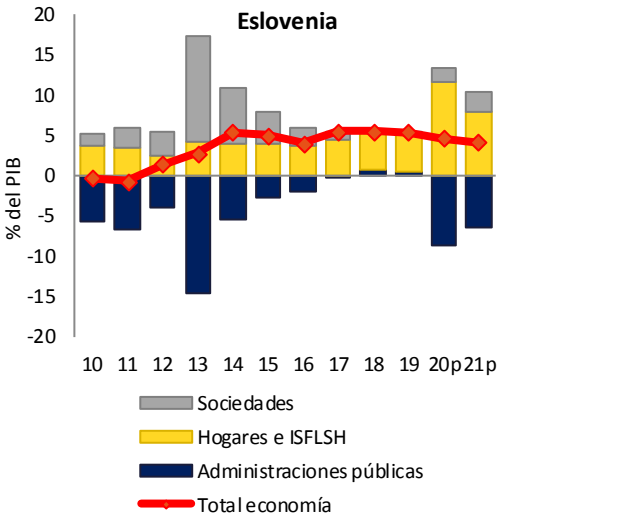
ESLOVENIA: En el anterior ciclo del PDM, no se detectaron desequilibrios macroeconómicos en Eslovenia. En el cuadro de indicadores actualizado, que incluye cifras de hasta 2019, el indicador de la deuda pública rebasa el umbral indicativo.

Se prevé que el crecimiento del PIB real disminuya sustancialmente como consecuencia de la crisis de la COVID-19, pasando de 3,2 % en 2019 a -7,1 % en 2020. Asimismo, se prevé un crecimiento real del 5,1 % en 2021, lo que situaría el nivel del PIB nominal un 1,3 % por encima del nivel de 2019.

Una serie de fenómenos relevantes puede resumirse como sigue:

- El **superávit por cuenta corriente** siguió siendo elevado en 2019, situándose en casi el 6 % del PIB. El superávit refleja un fuerte ahorro de los hogares. En 2020 y 2021, se espera que el superávit disminuya gradualmente. En 2019, la inversión se mantuvo prácticamente en el nivel del año anterior y sigue siendo baja en comparación con las medias históricas. La PIIN es moderadamente negativa. Los costes laborales unitarios aumentaron en 2019.
- La **deuda pública** siguió disminuyendo en 2019, alcanzando aproximadamente el 66 % del PIB, pero se espera que aumente hasta aproximadamente el 82 % del PIB en 2020 como resultado de las medidas de respuesta a la crisis y de la recesión. Además, los costes del envejecimiento de la población previstos siguen pesando en la sostenibilidad de las finanzas públicas a medio y largo plazo.

Gráfico A24: ***Capacidad/necesidad neta de financiación por sector***



Fuente: AMECO.

- La **deuda del sector privado** siguió disminuyendo en 2019, mientras que el flujo de crédito al sector privado siguió siendo positivo. El **crecimiento de los precios de la vivienda** se redujo en 2019, hasta quedar por debajo del umbral, y se espera que siga haciéndolo en 2020-2021 como consecuencia de la crisis de la COVID-19. El **sector bancario** entró en una posición relativamente fuerte, con un bajo nivel de préstamos dudosos y poco apalancamiento, lo que se prevé que limite el impacto de la crisis en el sector.
- El **mercado laboral** siguió mejorando en 2019, con una tasa de actividad históricamente alta y un nivel de desempleo muy bajo. Se prevé que la situación empeore en 2020.

Eslovenia entró en una posición fuerte en la crisis de la COVID-19, sin desequilibrios macroeconómicos, aunque la sostenibilidad de las finanzas públicas y la evolución de los precios de la vivienda entrañaban riesgos limitados. Con la crisis de la COVID-19, se prevé que aumente el nivel de deuda pública, pero que se mantenga el sólido superávit por cuenta corriente. En conjunto, la Comisión no considera necesario proceder por el momento a un análisis más exhaustivo en el contexto del PDM.

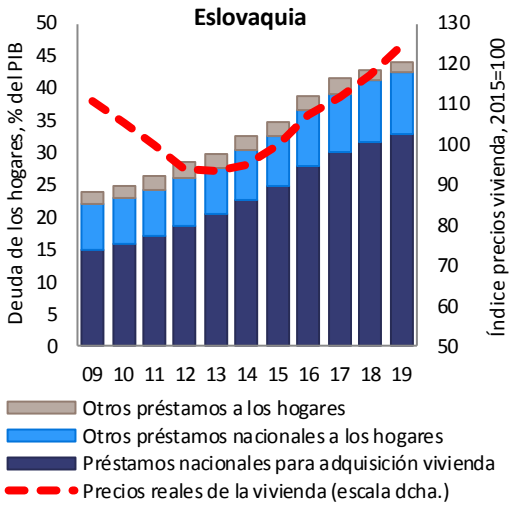
ESLOVAQUIA: En el anterior ciclo del PDM, no se detectaron desequilibrios macroeconómicos en Eslovaquia. En el cuadro de indicadores actualizado, que incluye cifras de hasta 2019, los indicadores de la posición de inversión internacional neta (PIIN), del crecimiento del coste laboral unitario y del crecimiento del precio de la vivienda rebasan el umbral indicativo.

Se prevé que el crecimiento del PIB real disminuya sustancialmente como consecuencia de la crisis de la COVID-19, pasando de 2,3 % en 2019 a -7,5 % en 2020. Asimismo, se prevé un crecimiento real del 4,7 % en 2021, lo que situaría el nivel del PIB nominal un 0,6 % por encima del nivel de 2019.

Una serie de fenómenos relevantes puede resumirse como sigue:

- La **vulnerabilidad exterior** sigue siendo motivo de preocupación, a pesar de las mejoras. La concentración de las exportaciones y la integración en las cadenas de valor mundiales siguen siendo elevadas. La PIIN, aunque muy negativa (-66 % en 2019), mejoró gradualmente en 2019. Se prevé que siga empeorando en 2020 y 2021. Los riesgos son limitados, ya que gran parte de los pasivos extranjeros están relacionados con la inversión extranjera directa. El déficit por cuenta corriente creció en 2019, y se prevé que siga haciéndolo en 2020.

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



Fuente: Eurostat y BCE.

- La evolución de la **competitividad de costes** merece atención, ya que los costes laborales unitarios han crecido de forma persistente desde 2017, impulsados por el fuerte crecimiento de los salarios en un contexto de un mercado laboral que está ajustándose y de una mayor dinámica de convergencia hacia la media de la UE. Los tipos de cambio efectivos reales han subido ligeramente a lo largo de los años. Las presiones sobre la competitividad de costes pueden disminuir en 2020 y 2021 en un contexto de crisis de la COVID-19 y de contención del crecimiento salarial.
- El **endeudamiento del sector privado**, y en particular la deuda de los hogares, lleva varios años aumentando, pero su ritmo de crecimiento está desacelerándose. La deuda de los hogares se mantiene por debajo de los niveles prudenciales, pero está por encima del nivel que conllevarían las variables económicas fundamentales y es elevada en comparación con otros países de la UE de la zona.
- El crecimiento de los **precios de la vivienda** ha sido rápido, superior al 6 % en 2019. El mercado de la vivienda muestra algunos indicios de sobrevaloración y contribuye a aumentar el endeudamiento de los hogares. Sin embargo, se prevé que el crecimiento de los precios de la vivienda se desacelere en 2020-2021. Esto también se ve respaldado por las medidas macroprudenciales adoptadas por el Banco Nacional y por una disminución de las rentas reales en 2020.
- El **sector bancario** está bien capitalizado, con una rentabilidad en torno a la media de la zona del euro. La ratio de préstamos dudosos disminuyó notablemente en los últimos años y se sitúa por debajo de la media de la UE, pero las dificultades en el servicio de los préstamos podrían aumentar debido a la crisis. Con el impacto de la crisis, la ratio de deuda pública aumentará en 2020 hasta situarse por encima del 60 % del PIB.

Eslovaquia entró en la crisis de la COVID-19 sin que se detectaran desequilibrios macroeconómicos, aunque la sostenibilidad exterior, las presiones sobre los precios nacionales y la dependencia de la industria automovilística entrañaban riesgos de carácter limitado. Con la crisis de la COVID-19, las presiones sobre los precios nacionales se han atenuado, mientras que la posición exterior ha empeorado ligeramente. En conjunto, la Comisión no considera necesario proceder por el momento a un análisis más exhaustivo en el contexto del PDM.

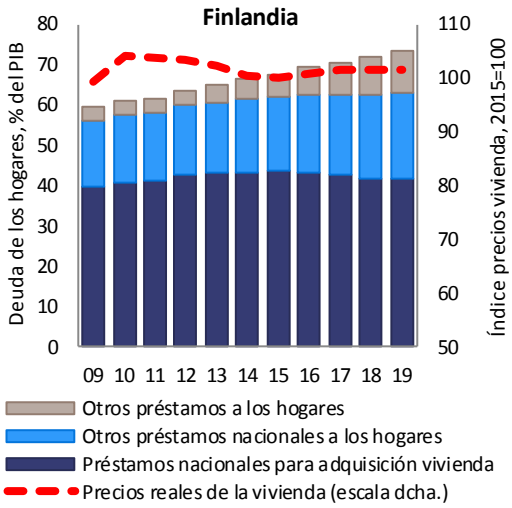
FINLANDIA: En el anterior ciclo del PDM, no se detectaron desequilibrios macroeconómicos en Finlandia. En el cuadro de indicadores actualizado, que incluye cifras de hasta 2019, el indicador de la deuda del sector privado rebasa el umbral indicativo.

Se prevé que el crecimiento del PIB real disminuya sustancialmente como consecuencia de la crisis de la COVID-19, pasando de 1,1 % en 2019 a -4,3 % en 2020. Asimismo, se prevé un crecimiento real del 2,9 % en 2021, lo que situaría el nivel del PIB nominal un 1,7 % por encima del nivel de 2019.

Una serie de fenómenos relevantes puede resumirse como sigue:

- En cuanto al **sector exterior**, el déficit por cuenta corriente se redujo, mientras que la posición de inversión internacional neta pasó a ser positiva. No obstante, se espera que el déficit por cuenta corriente aumente en 2020 con la caída de la demanda exterior. Las cuotas en los mercados de exportación se recuperaron por cuarto año consecutivo, lo que permitió seguir compensando las pérdidas acumuladas del pasado. Los costes laborales unitarios aumentaron, pero el tipo de cambio efectivo real se redujo, atenuando los riesgos para la competitividad de los costes.

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



Fuente: Eurostat y BCE.

- Las ratios de deuda tanto de las **sociedades no financieras** como de los **hogares** en relación con el PIB se mantuvieron elevadas, aumentando ligeramente hasta aproximadamente el 82 % y el 66 %, respectivamente. Las favorables condiciones crediticias y los bajos tipos de interés aceleraron la expansión del crédito en 2019. Si bien la deuda de los hogares está por encima de los niveles prudenciales y de las variables económicas fundamentales, el servicio de la deuda es muy bajo, aunque casi todas las nuevas hipotecas tienen tipos variables. Se prevé que los niveles de deuda sigan aumentando en 2020 debido a las medidas contra la COVID-19 y la contracción del PIB.
- El **sector financiero** sigue estando bien capitalizado y los riesgos para la estabilidad financiera son limitados, a pesar de las importantes exposiciones transfronterizas, especialmente a otros países nórdicos, debido a una dependencia relativamente grande de la financiación mayorista y al traslado a Finlandia de la sede de un importante banco de la zona. La crisis podría dar lugar a un aumento de la ratio de préstamos dudosos, pero se espera que esta última siga siendo muy baja.
- La **deuda pública** se redujo aún más por debajo del umbral en 2019, ya que el crecimiento del PIB todavía era superior al crecimiento de la deuda. Sin embargo, se prevé que la deuda pública aumente más de 10 puntos porcentuales en 2020, hasta aproximadamente el 70 % del PIB, lo que refleja la profundidad de la recesión y la respuesta presupuestaria pública a la crisis. Se espera que aumente moderadamente en 2021.
- Los resultados del **mercado laboral** siguieron mejorando en 2019, al disminuir las tasas de desempleo y de desempleo de larga duración. En el contexto actual, se prevé que la tasa de desempleo aumente hasta casi el 7,9 % en 2020 y que disminuya ligeramente en 2021.

Finlandia entró en la crisis de la COVID-19 con vulnerabilidades relacionadas con la deuda del sector privado. Con la crisis de la COVID-19, la ratio de deuda del sector privado está aumentando, pero los

riesgos siguen siendo limitados. En conjunto, la Comisión no considera necesario proceder por el momento a un análisis más exhaustivo en el contexto del PDM.

SUECIA: En febrero de 2020, la Comisión llegó a la conclusión de que Suecia experimentaba desequilibrios macroeconómicos, relacionados en particular con unos precios de la vivienda sobrevalorados, junto con un aumento constante de la deuda de los hogares. En el cuadro de indicadores actualizado, que incluye cifras de hasta 2019, el indicador de la deuda del sector privado rebasa el umbral indicativo.

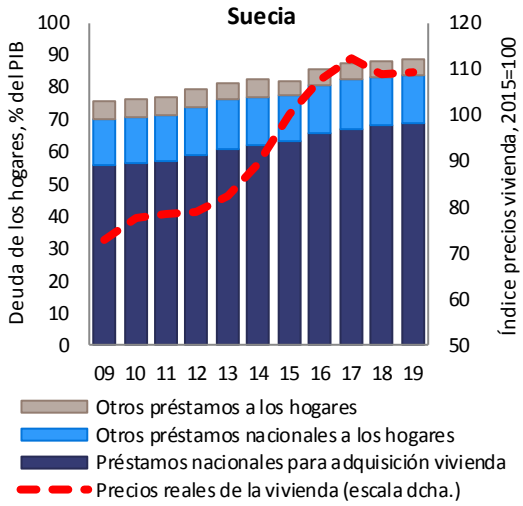
Las REP pertinentes del PDM publicadas en 2019 y 2020 están en general asociadas al funcionamiento del mercado de la vivienda y al endeudamiento del sector privado. Más allá de las políticas justificadas para hacer frente a la pandemia, las medidas adoptadas en 2020 para corregir los desequilibrios están relacionadas con el mercado del alquiler de viviendas.

Se prevé que el crecimiento del PIB real disminuya sustancialmente como consecuencia de la crisis de la COVID-19, pasando de 1,3 % en 2019 a -3,4 % en 2020. Asimismo, se prevé un crecimiento real del 3,3 % en 2021, lo que situaría el nivel del PIB nominal un 2,8 % por encima del nivel de 2019.

Una serie de fenómenos relevantes puede resumirse como sigue:

- La **posición exterior** sigue siendo sólida. El superávit por cuenta corriente aumentó en 2019, hasta situarse por encima del 4 % del PIB, mientras que la PIIN, ya positiva, aumentó de forma notable. En 2020, se espera que el superávit por cuenta corriente se mantenga en un nivel similar.
- La **deuda** consolidada **del sector privado** alcanzó un nuevo máximo del 204 % del PIB en 2019, situándose tanto la deuda de las sociedades no financieras como la deuda de los hogares por encima de los umbrales prudenciales. La **deuda de los hogares** aumentó hasta alcanzar un máximo del 89 % del PIB. Los préstamos hipotecarios a los hogares siguieron creciendo en el primer semestre de 2020, a pesar de la fuerte contracción de la actividad económica. El aumento del desempleo puede reducir la futura capacidad de reembolso de los hogares.

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



Fuente: Eurostat y BCE.

- Tras un descenso a finales de 2017, a partir de 2018 los **precios de la vivienda** empezaron a experimentar nuevamente un aumento que apenas se ha visto interrumpido por la crisis de la COVID-19. Los precios de la vivienda siguen siendo elevados en general, con riesgos de sobrevaloración. Los precios de la vivienda y el endeudamiento de los hogares se ven presionados al alza por el favorable régimen fiscal de la propiedad de vivienda, los bajísimos tipos de interés de los préstamos hipotecarios, las características específicas del mercado hipotecario y las restricciones en materia de oferta.
- Así pues, en 2020, se prevé que la **ratio de deuda pública** aumente sustancialmente antes de estabilizarse en 2021, aún muy por debajo del umbral del 60 % del PIB. El **sector financiero** entró en la crisis partiendo de una posición inicial sólida y se benefició de medidas de apoyo concentradas en la fase inicial, en particular de las autoridades monetarias. En respuesta a la crisis, se ha flexibilizado temporalmente la regulación macroprudencial.

- Las medidas políticas de apoyo, como los regímenes de desempleo temporal, contribuyeron a amortiguar el impacto en el **mercado laboral**. Sin embargo, se espera que el desempleo aumente hasta el 8,8 % en 2020.

Suecia entró en la crisis de la COVID-19 con vulnerabilidades relacionadas con el mercado de la vivienda y la deuda del sector privado. Con la crisis de la COVID-19 persisten las vulnerabilidades asociadas a la deuda de los hogares, el crédito hipotecario y los niveles de los precios de la vivienda. En conclusión, la Comisión, teniendo en cuenta particularmente los desequilibrios detectados en febrero, considera oportuno examinar más a fondo la persistencia de los desequilibrios o su corrección.

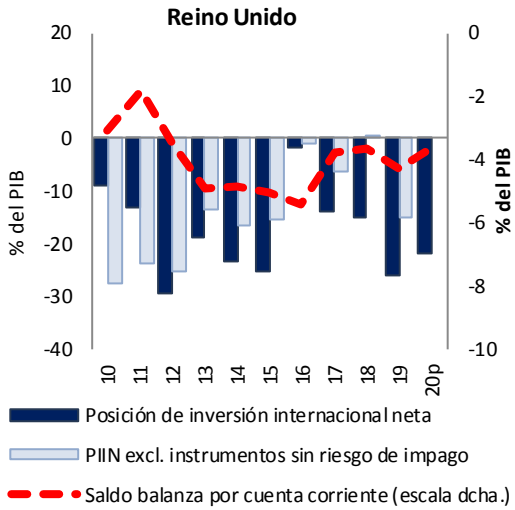
REINO UNIDO: En el anterior ciclo del PDM, no se detectaron desequilibrios macroeconómicos en el Reino Unido. En el cuadro de indicadores actualizado, que incluye cifras de hasta 2019, los indicadores de la deuda del sector privado y de la deuda pública rebasan el umbral indicativo.

Se prevé que el crecimiento del PIB real disminuya sustancialmente como consecuencia de la crisis de la COVID-19, pasando de 1,3 % en 2019 a -10,3 % en 2020. Asimismo, se prevé un crecimiento real del 3,3 % en 2021, lo que situaría el nivel del PIB nominal un 3,9 % por debajo del nivel de 2019.

Una serie de fenómenos relevantes puede resumirse como sigue:

- La **vulnerabilidad exterior** aumentó a la luz del considerable déficit de la balanza por cuenta corriente y del deterioro de la posición de inversión internacional neta (PIIN). El déficit por cuenta corriente aumentó hasta situarse por encima del 4 % del PIB en 2019, lo que expone al Reino Unido a necesidades de financiación exterior. Se prevé que la balanza por cuenta corriente disminuya ligeramente en los próximos años. La PIIN se deterioró aún más, hasta el -26 % del PIB en 2019, y actualmente se encuentra muy por debajo del nivel esperado habida cuenta de las variables económicas fundamentales subyacentes, pero aún por encima del nivel prudencial. De cara al futuro, se prevé que la PIIN se estabilice en torno a ese nivel.

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



Fuente: servicios de la Comisión.

- La **deuda del sector privado** disminuyó ligeramente en 2019. En particular, la deuda de los hogares es elevada, sigue situándose por encima de los umbrales prudenciales y justifica un seguimiento, especialmente en vista del efecto negativo previsto de la pandemia en la renta de los hogares. Los **precios reales de vivienda** descendieron un 0,3 % en 2019. Aunque las políticas públicas han respaldado los precios de la vivienda en 2020, cabe esperar que se produzcan nuevos ajustes.
- La **deuda pública** se mantiene por encima del umbral y se prevé que aumente por encima del 100 % del PIB en 2020 como consecuencia de las medidas públicas adoptadas para hacer frente al impacto de la pandemia y a la contracción del PIB.
- El **sector bancario** sigue siendo rentable, está bien capitalizado y los préstamos dudosos son muy bajos. Sin embargo, la exposición del sector financiero a los bienes inmuebles de uso comercial y el impacto de la salida del Reino Unido del mercado único y de la unión aduanera de la UE a finales de 2020 plantean riesgos.
- El **mercado laboral** siguió siendo fuerte en 2019, con un elevado nivel de empleo y un nivel de desempleo históricamente bajo. Sin embargo, se espera que la pandemia afecte muy negativamente al mercado laboral a partir de 2020.

El Reino Unido entró en la crisis de la COVID-19 sin que se detectaran desequilibrios macroeconómicos, aunque con problemas relativos al sector exterior y con una deuda del sector privado que entraña riesgos limitados. Con la crisis de la COVID-19, se prevé que aumenten las ratios de la deuda y que persista la vulnerabilidad exterior. En conclusión, la Comisión no procederá a un análisis más exhaustivo en el contexto del PDM.

Cuadro 1: Cuadro de indicadores del PDM 2019

	Desequilibrios externos y competitividad					Desequilibrios internos						Indicadores de empleo[1]		
Año 2019	**Saldo de la balanza por cuenta corriente (% del PIB)** (media de 3 años)	**Posición de inversión internacional neta** (% del PIB)	**Tipo de cambio efectivo real - 42 socios comerciales, deflactor IPCA** (variación porcentual 3 años)	**Cuota en los mercados de exportación (% de las exportaciones mundiales)** (variación porcentual 5 años)	**Índice CLU nominales (2010=100)** (variación porcentual 3 años)	**Índice precios de la vivienda (2015=100), deflactados** (variación porcentual 1 año)	**Flujo de crédito al sector privado, datos consolidados** (% del PIB)	**Deuda del sector privado, datos consolidados** (% del PIB)	**Deuda bruta Administraciones públicas** (% del PIB)	**Tasa de desempleo** (media de 3 años)	**Pasivos totales del sector financiero, datos no consolidados** (variación porcentual 1 año)	**Tasa de actividad en % de la población total de 15-64 años** (variación en puntos porcentuales 3 años)	**Tasa de desempleo de larga duración en % de la población activa de 15-74 años** (variación en puntos porcentuales 3	**Tasa de desempleo juvenil en % de la población activa de 15-24 años** (variación en puntos porcentuales 3
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	0,1	50,6	2,6	-3,1	5,3	2,5	3,8	179,1	98,1	6,2b	4,6	1,4	-1,7	-5,9
BG	2,5	-31,2	4,5	15,4	19,5p	4,0p	5,6	91,8	20,2	5,2	5,8	4,5	-2,1	-8,3
CZ	0,6	-20,3	8,7	5,1	14,4	6,2	3,1	80,8	30,2	2,4	5,6	1,7	-1,1	-4,9
DK	8	76,9	-0,2	2,6	1,4	1,5	11,4	221,2	33,3	5,3b	13,1	1,6b	-0,4	-2,1
DE	7,4	71,7	2,1	-1,1	7,9	4,3	5,4	105,4	59,6	3,4	7,3	1,3	-0,5	-1,3
EE	1,7	-21,4	6,2	2	19,9	4,4	3,8	97,8	8,4	5,2	12,5	1,4	-1,2	-2,3
IE	-1,6	-174	-1,4	71	-4,4	0	-9,1	202,4	57,4	5,8	15,5	0,6	-2,6	-4,3
EL	-2,1	-155,9	0,3	3,7	1,7p	6,5e	0,8p	109,9p	180,5	19,4	11,5	0,2	-4,8	-12,1
ES	2,3	-73,9	1,7	2,6	4,0p	4,1	1,3p	129,4p	95,5	15,5	0,9	-0,4	-4,2	-11,9
FR	-0,7	-22,9	1,6	-0,5	1,3p	2,3	8,0p	153,3p	98,1	9	7,5	0,3	-1,2	-4,9
HR	2,6	-50,3	1,5	22,5	4,7p	8,1	1,7p	91,2p	72,8	8,8	6,8	0,9	-4,2	-14,7
IT	2,7	-1,5	0,2	-2,6	3,2	-0,6	0,2	106,6	134,7	10,6	3,8	0,8	-1,1	-8,6
CY	-5,2	-122,3	-0,1	13,7	5,2p	2,6	2,7p	259,1p	94	8,9	3,9	2,6	-3,7	-12,5
LV	0,1	-41,7	3,7	3,6	17	5,8	1,5	67,1	36,9	7,5	4,6	1	-1,6	-4,9
LT	1,4	-24,1	3,7	16,8	16,4	4,9	3	55,1	35,9	6,5	4,1	2,5	-1,1	-2,6
LU	4,7	56,2	2	10,3	11,9	8	3,8	318,7	22	5,6	3,3	2	-0,9	-1,9
HU	0,7	-43,7	0,3	5,9	10,0p	12,8p	3,2p	66,6p	65,4	3,8	17,8	2,5	-1,3	-1,5
MT	5,1	54,6	1,3	18,1	8,5	4,0p	8,5	123,7	42,6	3,8	4,4	5,3	-1,5	-1,4
NL	10,5	90	2,4	0,7	5,9p	4,8	0,0p	234,0p	48,7	4	6,1p	1,2	-1,5	-4,1
AT	1,8	12,1	2,1	1,4	5,5	3,9	4,5	120,1	70,5	5	4,3	0,9	-0,8	-2,7
PL	-0,4	-49,4	2,8	25,1	9,2p	6,7	3,3	74	45,7	4	4,2	1,8	-1,5	-7,8
PT	0,5	-100,3	-0,4	8,5	7,6p	8,7	2,2p	149,2p	117,2	7,5	0	1,8	-3,4	-9,7
RO	-4	-43,5	0,2	17,9	24,5p	-1,7	2,0p	46,7p	35,3	4,3	10,4	3	-1,3	-3,8
SI	5,9	-15,4	1	16	8,4	4,8	0,8	68,7	65,6	5,4	9,9	3,6	-2,4	-7,1
SK	-2,3	-66,3	2,6	1,9	14,5	6,2	5	91,6	48,5	6,8	4,9e	0,8	-2,4	-6,1
FI	-0,9	3,6	0,2	4,6	0,8	0	7,6	147,5	59,3	7,6	7,6	2,4	-1,1	-2,9
SE	3,3	18,2	-8,3	-5,1	8,2	0,5	9,8	203,9	35,1	6,6b	10,6	0,8	-0,4	1,2
P.M.: UK	-3,9	-26,2	-2,9	-1,4	8,8	-0,3	2,8	154,7	85,4	4	3,3	0,8	-0,4	-1,8

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) El Reino Unido abandonó la Unión Europea el 31de enero de 2020 sobre la base del Acuerdo sobre la Retirada del Reino Unido de Gran Bretaña e Irlanda del Norte de la Unión Europea y de la Comunidad Europea de la Energía Atómica [en lo sucesivo «Acuerdo de Retirada», (DO C 384 I de 12.11.2019, p. 1)], y el Derecho de la Unión seguirá aplicándose al Reino Unido y en el Reino Unido durante el período transitorio que expirará el 31de diciembre de 2020. 2) Para los indicadores de empleo, véase la p. 2 del IMA 2016. 3) Índice de precios de la vivienda, e = estimación del BC de EL. 4) Deuda del sector privado, flujo de crédito al sector privado y pasivos totales del sector financiero: LU realizó una revisión con valores de referencia de las cuentas financieras del país. 5) En los pasivos totales del sector financiero de SK, «Derivados financieros y opciones de compra de acciones de los asalariados» (F.7) no incluye las opciones de compra de acciones de los asalariados. 6) Tasa de desempleo, b = revisión del método de encuesta para BE; b = mejora de la recogida de datos, introducción de la técnica CAWI (entrevistas por la web asistidas por ordenador) para DK.
Fuente: Comisión Europea, Eurostat y DG Asuntos Económicos y Financieros (para el tipo de cambio efectivo real), y Fondo Monetario Internacional, «Perspectivas de la Economía Mundial» (para las exportaciones mundiales de bienes y servicios en volumen).

Cuadro 2.1: Indicadores auxiliares, 2019

Año 2019	**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 + (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 real efectivo - socios comerciales zona del euro**	**Comportamiento de las exportaciones respecto de las economías avanzadas**	**Relación de intercambio** (variación porcentual 5 años)	**Cuota en los mercados de exportación en volumen** (variación porcentual 1 año)	**Productividad laboral** (variación porcentual 1 año)	**Préstamos no productivos de entidades nacionales y extranjeras** (% de préstamos brutos)	**Comportamiento de los CLU respecto de la ZE** (variación porcentual 10 años)	**Índice de precios de la vivienda (2015=100) - nominal** (variación porcentual 3 años)	**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	24,2	nd	0,5	40,2	-5,3	168,1	-2,6	1,1	-4,8	1,2	-0,1	0,2	2,1p	0,3	10,9	6,2	61,2	13,4p
BG	3,7	18,7	0,8p	4,5	39,9	2,4	81,7	-2,9	1,7	13,4	8,9	2,8	3,3	6,5p	42,5	22,8p	2,8	23,3	8,2p
CZ	2,3	26,2	1,9p	0,2	29,7	3,7	78,1	-2,4	7,5	3,2	0,9	0,2	2,1	1,7p	9,0	32,4	4,5	31,8	12,1p
DK	2,8	22,0	3,0p	8,9	27,2	-2,0	54,3	-0,4	-2,5	0,8	-1,3	3,9	1,6	1,9p	-6,6	11,7	4,9	109,5	16,7p
DE	0,6	21,7	3,2e	7,1	51,3	1,9	46,6	-1,8	0,3	-2,9	3,3	-0,1	-0,3	1,2p	10,4	19,7	6,6	54,4	13,7p
EE	5,0	26,2	1,6p	3,2	31,2	9,3	96,7	-1,2	4,4	0,2	0,6	5,1	3,7	1,6p	22,2	19,6	4,9	37,6	7,5p
IE	5,6	45,6	0,8	-21,2	-285,4	-11,4	436,7	-1,2	-2,9	68,0	4,3	9,4	2,6	3,4p	-35,4	25,1	2,3	37,2	7,4p
EL	1,9p	10,1p	1,2p	-1,1	-135,3	2,4	23,8	-2,4p	-2,0	1,8	1,9p	3,7p	0,6p	35,5p	-17,8	8,0e	0,7p	54,3	10,9p
ES	2,0p	19,9p	1,1p	2,5	-46,8	1,0	67,7	-1,9p	0,0	0,8	-1,0p	1,2p	-0,3p	3,1p	-11,8	19,2	5,7p	56,9	13,5p
FR	1,5p	23,6p	nd	-0,6	-35,6	1,9	48,0	-1,8p	-0,1	-2,2	2,5p	0,8p	0,4p	2,5p	-1,4	9,7	6,4p	61,7	15,1p
HR	2,9p	21,0p	nd	4,7	-5,5	2,4	49,4	-2,9p	0,5	20,4	3,7p	5,7p	-0,2p	5,2p	-17,6	20,0	nd	34,6	7,5p
IT	0,3	18,1	1,5p	2,9	0,0	1,6	29,0	-2,0	-1,7	-4,3	4,2	-0,1	-0,2	6,7p	-2,4	-1,8	4,2	41,2	12,9p
CY	3,1p	19,4p	nd	-6,2	-159,5	103,5	1827,5	-4,0p	-2,5	11,7	0,7p	-1,5p	-0,1p	18,1p	-11,5	7,9	7,9p	89,5	12,8p
LV	2,1	22,2	0,6p	0,8	4,5	3,1	56,0	-2,7	2,8	1,8	6,7	1,0	2,1	3,9p	17,3	29,9	2,4	20,3	9,8p
LT	4,3	21,4	1,0p	5,2	4,8	2,9	44,0	-3,6	3,4	14,7	4,5	8,4	3,9	1,7p	16,8	24,9	2,9	23,0	14,5p
LU	2,3	16,9	nd	4,5	-3893,6	-446,6	6742,5	-3,2	1,0	8,3	-0,7	-0,3	-1,3	0,6p	8,5	24,5	3,4	65,9	15,0p
HU	4,6p	27,2p	1,5	1,6	-2,5	19,7	169,6	-3,8p	-0,6	4,0	0,0p	4,7p	3,3p	4,1p	15,3	50,0p	3,2p	18,4	9,6p
MT	4,9	21,6p	0,6p	5,6	246,3	27,5	1497,1	-6,4	-0,1	16,0	3,3	5,0	-0,8	3,2p	4,5	18,2p	4,9p	49,7	11,2p
NL	1,7p	21,0p	nd	9,9	-0,5	3,9	581,2	-0,8p	0,9	-1,1	1,9p	1,6p	-0,2p	1,8p	-1,7	26,3	5,0p	100,3p	16,1p
AT	1,4	24,7	3,2p	2,8	-1,1	-1,9	59,7	-2,2	1,1	-0,4	0,7	1,8	0,3	2,2p	5,5	16,6	4,7	49,5	11,2p
PL	4,5	18,5	1,3p	2,5	-12,5	2,4	46,4	-2,4	1,6	22,9	3,7	4,0	4,8p	6,1p	4,1	20,3	2,0	34,4	9,7p
PT	2,2p	18,2p	1,4p	0,9	-47,1	3,5	80,6	-2,5p	-1,6	6,6	4,1p	2,4p	1,4p	6,1p	-7,1	32,1	3,2p	63,6	10,8p
RO	4,2p	23,6p	nd	-3,4	-4,1	2,9	44,2	-1,7p	-1,2	15,8	4,7p	2,9p	4,2p	4,3p	30,7	15,8	2,4p	15,4	9,1p
SI	3,2	19,6	nd	5,2	1,6	3,1	39,7	-3,5	0,4	13,9	2,0	3,0	0,7	3,4p	-1,4	25,6	2,2	26,9	8,2p
SK	2,3	21,4	0,8	-2,0	-14,1	2,2	69,6	-3,1	1,9	0,1	-2,0	-0,3	1,3	2,9p	6,3	24,1	3,4	43,7	9,6p
FI	1,1	23,9	2,8p	-0,1	6,3	5,9	50,9	-1,7	-1,7	2,7	2,5	6,6	-0,5	1,4p	-3,1	3,7	7,2	66,0	16,6p
SE	1,3	24,5	3,4pe	4,2	-5,0	4,6	86,1	-1,1	-9,7	-6,7	-0,5	2,2	0,7	1,1p	5,8	8,3	4,6	88,6	17,9p
P.M.: UK	1,3	18,0	nd	-4,3	-15,1	0,8	80,5	-0,5	-4,4	-3,1	2,3	1,7	0,2	1,2p	9,2	9,1	4,0	84,1	16,0p

e: estimación; p: provisional.

1) El Reino Unido abandonó la Unión Europea el 31de enero de 2020 sobre la base del Acuerdo sobre la Retirada del Reino Unido de Gran Bretaña e Irlanda del Norte de la Unión Europea y de la Comunidad Europea de la Energía Atómica [en lo sucesivo «Acuerdo de Retirada», (DO C 384 I de 12.11.2019, p. 1)], y el Derecho de la Unión seguirá aplicándose al Reino Unido y en el Reino Unido durante el período transitorio que expirará el 31de diciembre de 2020. 2) La fecha límite oficial de transmisión de los datos de 2019 relativos al gasto interno bruto en I+D es el 31de octubre de 2020, mientras que los datos se extrajeron el 23 de octubre de 2020. 3) Índice de precios de la vivienda, e = estimación del BC de EL. 4) Deuda de los hogares: LU realizó una revisión con valores de referencia de las cuentas financieras del país.

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

Cuadro 2 (continuación): Indicadores auxiliares, 2019

Año 2019	Desempleo (variación porcentual 1 año)	Tasa de actividad - población total de 15-64 años (%)	Tasa de desempleo de larga duración - población activa de 15-74 años (%)	Tasa de desempleo juvenil - población activa de 15-24 años (%)	Jóvenes que ni trabajan ni estudian ni reciben formación (% de la población total de 15-24 años)		Personas en riesgo de pobreza o exclusión social (% de la población total)		Personas en riesgo de pobreza tras las transferencias sociales (% de la población total)		Personas en situación de privación material grave (% de la población total)		Personas que viven en hogares con muy baja intensidad de trabajo (% de la población total 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	1,6	69,0	2,3	14,2	9,3	-0,6	19,5b	-1,4b	14,8b	-0,7b	4,4b	-1,1b	12,4b	-2,5b
BG	0,3	73,2	2,4	8,9	13,7	-4,5	32,5	-7,9b	22,6	-0,3b	19,9	-12,0b	9,3	-2,6b
CZ	0,2	76,7	0,6	5,6	5,7	-1,3	12,5	-0,8	10,1	0,4	2,7	-2,1	4,2	-2,5
DK	1,2	79,1	0,8	10,1	7,7	1,0b	16,3	-0,5	12,5	0,6	2,6	0,0	9,3	-1,4
DE	0,9	79,2	1,2	5,8	5,7	-1,0	17,4	-2,3	14,8	-1,7	2,6	-1,1	7,6	-2,0
EE	1,3	78,9	0,9	11,1	6,9	-2,2	24,3	-0,1	21,7	0,0	3,3	-1,4	5,4	-0,4
IE	2,9	73,3	1,6	12,5	10,1	-2,5	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd
EL	1,2p	68,4	12,2	35,2	12,5	-3,3	30,0	-5,6	17,9	-3,3	16,2	-6,2	13,8	-3,4
ES	2,2p	73,8	5,3	32,5	12,1	-2,5	25,3	-2,6	20,7	-1,6	4,7	-1,1	10,8	-4,1
FR	1,1p	71,7	3,4	19,6	10,6	-1,3	17,9	-0,3	13,6	0,0	4,7	0,3	7,9	-0,5
HR	3,1p	66,5	2,4	16,6	11,8	-5,1	23,3	-4,6	18,3	-1,2	7,2	-5,3	9,2	-3,8
IT	0,5	65,7	5,6	29,2	18,1	-1,8	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd
CY	3,1p	76,0	2,1	16,6	13,7	-2,3	22,3	-5,4	14,7	-1,4	9,1	-4,5	6,8	-3,8
LV	-0,1	77,3	2,4	12,4	7,9	-3,3	27,3	-1,2	22,9	1,1	7,8	-5,0	7,6	0,4
LT	0,5	78,0	1,9	11,9	8,6	-0,8	26,3	-3,8	20,6	-1,3	9,4	-4,1	7,5	-2,7
LU	3,6	72,0	1,3	17,0	5,6	0,2	20,6	1,5b	17,5	1,7b	1,3	-0,3b	7,5	0,9b
HU	1,3	72,6	1,1	11,4	11,0	0,0	18,9	-7,4	12,3	-2,2	8,7	-7,5	5,0	-3,2
MT	5,8	75,9	0,9	9,3	8,6	-0,2	20,1	-0,2	17,1	0,6	3,6	-0,8	4,9	-2,4
NL	1,9p	80,9	1,0	6,7	4,3	-0,3	16,5	-0,2b	13,2	0,5b	2,5	-0,1b	9,2	-0,5b
AT	1,1	77,1	1,1	8,5	7,1	-0,6	16,9	-1,1	13,3	-0,8	2,6	-0,4	7,8	-0,3
PL	-0,2p	70,6	0,7	9,9	8,1	-2,4	18,2	-3,7	15,4	-1,9	3,6	-3,1	4,7	-1,7
PT	0,8p	75,5	2,8	18,3	8,0	-2,6	21,6	-3,5	17,2	-1,8	5,6	-2,8	6,2	-2,9
RO	0,0p	68,6	1,7	16,8	14,7	-2,7	31,2	-7,6	23,8	-1,5	14,5	-9,3	6,0	-2,2
SI	2,5	75,2	1,9	8,1	7,0	-1,0	14,4	-4,0	12,0	-1,9	2,6	-2,8	5,2	-2,2
SK	1,0	72,7	3,4	16,1	10,3	-2,0	16,4	-1,7	11,9	-0,8	7,9	-0,3	6,2	-0,3
FI	1,7	78,3	1,2	17,2	8,2	-1,7	15,6	-1,0	11,6	0,0	2,4	0,2	9,7	-1,7
SE	0,6	82,9	0,9	20,1	5,5	-1,0	18,8	0,5	17,1	0,9	1,8	1,0	8,6	0,1
P.M.: UK	1.1	78.1	0.9	11.2	10.5	-0.4	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd

b: ruptura de serie temporal; p: provisional.

1) El Reino Unido abandonó la Unión Europea el 31de enero de 2020 sobre la base del Acuerdo sobre la Retirada del Reino Unido de Gran Bretaña e Irlanda del Norte de la Unión Europea y de la Comunidad Europea de la Energía Atómica [en lo sucesivo «Acuerdo de Retirada», (DO C 384 I de 12.11.2019, p. 1)], y el Derecho de la Unión seguirá aplicándose al Reino Unido y en el Reino Unido durante el período transitorio que expirará el 31de diciembre de 2020. 2) La fecha límite oficial de los datos de 2019 relativos a los indicadores sobre la renta y las condiciones de vida (EU-SILC) es el 30 de noviembre de 2020, mientras que los datos se extrajeron el 23 de octubre de 2020. 3) Indicadores de la renta y las condiciones de vida. Debe tenerse precaución con las comparaciones temporales de BE: se realizaron varias mejoras fundamentales de la encuesta. La ruptura es tanto sustantiva como metodológica. En términos de contenido, en 2019 se pasó a utilizar datos administrativos para la mayoría de las variables de la renta. Por tanto, se revisó completamente el cuestionario SILC. En cuanto a la metodología, se revisó la totalidad del modelo en lo referente a la corrección de la no respuesta, el abandono de los miembros del panel, y al calibrado.

Fuente: Comisión Europea, Eurostat.