COMISIÓN
EUROPEA

Estrasburgo, 17.12.2024
COM(2024) 702 final

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

Informe sobre el Mecanismo de Alerta 2025

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

{SWD(2024) 700 final} - {SWD(2024) 701 final} - {SWD(2024) 702 final}

COMUNICACIÓN RELATIVA AL INFORME SOBRE EL MECANISMO DE ALERTA

El Informe sobre el Mecanismo de Alerta determina los Estados miembros que, a juicio de la Comisión, pueden presentar desequilibrios o pueden estar expuestos a riesgos de padecerlos, sobre la base de una lectura económica del cuadro de indicadores del procedimiento de desequilibrio macroeconómico (PDM) [1]). La lectura económica del cuadro de indicadores considera los datos de ejecución presupuestaria de 2023, que se interpretan de manera prospectiva. Se tiene en cuenta el desarrollo de posibles riesgos basados en la evolución económica a lo largo del año (2024) y las previsiones para 2025 y 2026 procedentes de las previsiones del otoño de 2024 de la Comisión, en su caso. Tras varios años, se han introducido cambios en el cuadro de indicadores y el presente Informe sobre el Mecanismo de Alerta es el primero basado en el cuadro de indicadores modificado. Los principales cambios se exponen en el recuadro 1, y en el documento de trabajo específico de los servicios de la Comisión ([2]) sobre dichas modificaciones del cuadro de indicadores que acompaña a la presente Comunicación se ofrecen más detalles. En otro documento de trabajo de los servicios de la Comisión se incluye el análisis económico completo en el que se sustenta la presente Comunicación, acompañado de un anexo que contiene los valores del cuadro de indicadores ([3]).

El período altamente inflacionista que comenzó en 2021 se está suavizando, ya que la inflación se aproxima al objetivo, aunque sigue siendo elevada en el ámbito de los servicios. A mediados de 2024, el fuerte período inflacionista iniciado en 2021 ya se había suavizado. En líneas generales, las tasas de inflación de los precios de consumo se están acercando gradualmente a los objetivos fijados por las autoridades monetarias. A pesar de esta reducción general, sigue habiendo presiones inflacionistas. La inflación generada internamente, principalmente por los servicios, sigue siendo elevada en términos globales, si bien existen divergencias y las tasas de inflación de algunos países destacan por encima del resto. En la actualidad, su contribución a la inflación global se ve compensada por la desinflación procedente de las importaciones, principalmente la energía y los alimentos, y de las reducciones de precios de los bienes de consumo duraderos. Este proceso desinflacionista se debe tanto a los efectos de base como al descenso de los precios de la energía, que se dejan sentir en el proceso de fabricación. A medida que el efecto de estos procesos se disipa, la inflación de los servicios podría espolear un alza de las tasas globales si no se reduce entretanto. Dado que los salarios reales apenas han alcanzado su nivel anterior a la pandemia este año, las reivindicaciones salariales pueden seguir siendo fuertes y contribuir a que la inflación básica y el deflactor del PIB sigan siendo elevados.

Se ha reanudado el crecimiento económico, pero el entorno macroeconómico es difícil. El crecimiento real fue débil en 2023, ya que tanto el consumo como la inversión disminuyeron debido a la combinación de los elevados tipos de interés y el elevado incremento de los precios y

([1]) Reglamento (UE) n.º 1176/2011 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de noviembre de 2011, relativo a la prevención y corrección de los desequilibrios macroeconómicos

([2]) Documento de trabajo de los servicios de la Comisión sobre los cambios en el cuadro de indicadores del procedimiento de desequilibrio macroeconómico, SWD(2024) 702.

([3]) Documento de trabajo de los servicios de la Comisión, Informe sobre el Mecanismo de Alerta 2025, SWD(2024) 700. Documento de trabajo de los servicios de la Comisión, Anexo estadístico que acompaña al Informe sobre el Mecanismo de Alerta 2025, SWD(2024) 701.

los costes. En 2024, el crecimiento real ha empezado a reanudarse, a medida que los hogares recuperan su poder adquisitivo, favorecido por el aumento de los salarios y el descenso de la inflación. Se prevé que esto dé lugar a que el crecimiento nominal siga siendo relativamente fuerte, a pesar de la caída de la inflación. Aunque se mantienen sustancialmente por encima de los valores registrados durante la mayor parte de los últimos diez años, los tipos de interés han empezado a bajar. Esto debería empezar a aliviar la presión que sufren los hogares, las empresas y las administraciones públicas con deudas por amortizar. Aunque las condiciones financieras se están relajando, la política fiscal se está endureciendo en algunos países y podría repercutir en el crecimiento. Con la pandemia y las perturbaciones de los precios de la energía ya superadas y la vuelta del crecimiento, las administraciones públicas están empezando a reducir sus ratios de deuda, que aumentaron, en parte, como consecuencia de las políticas en apoyo de la demanda durante la pandemia y las perturbaciones de los precios de la energía. El panorama económico mundial sigue siendo complejo, con tensiones geopolíticas emergentes y posibles perturbaciones económicas que plantean importantes retos que podrían afectar a los niveles de deuda pública. Los riesgos persistentes se mantienen inclinados a la baja e impulsados por el contexto mundial: el conflicto en Oriente Próximo, la prolongada guerra de Rusia contra Ucrania y un contexto geopolítico en general cambiante, que pueden incidir en el comercio mundial y dificultar las condiciones externas.

El período inflacionista que llega a su fin deja tras de sí sendas de crecimiento divergentes y diferentes aumentos de los niveles globales de precios, lo que da pie a posibles problemas de competitividad de costes. En general, las tasas de inflación de los precios de consumo descendieron considerablemente y, en el caso de algunos países, se han registrado algunos episodios breves de deflación durante el último año. Normalmente, se trata de países en los que la energía y otras materias primas desempeñaron un papel significativo en la reducción de los precios, en parte debido a los efectos de base. Sin embargo, en algunos países, la inflación básica sigue siendo sistemáticamente superior a la de sus homólogos, lo que se suma al aumento acumulado general de los niveles de precios que se ha producido en los últimos años. Esto plantea la posibilidad de que sigan produciéndose efectos de retroalimentación entre el crecimiento de los salarios y la inflación de los precios; en el caso de los países que ya han registrado aumentos muy elevados de sus niveles de precios, estos efectos de retroalimentación continuados podrían ser preocupantes. El crecimiento del PIB también muestra patrones divergentes. Si bien la trayectoria general de menor crecimiento en 2023, seguido de un aumento en 2024 y 2025, se cumple prácticamente en todos los países, existen grandes diferencias. No existe un patrón coherente entre la inflación básica elevada y la demanda interna, lo que apunta a la existencia de diferencias considerables en el panorama posterior a la crisis. En concreto, si bien la elevada inflación básica va de la mano de un crecimiento del PIB real elevado y sostenido en algunos casos, en otros persiste a pesar del crecimiento negativo del año pasado y de la persistente debilidad del PIB real, tanto en relación con otros países como con las tasas de crecimiento anteriores a la pandemia.

Lectura temática específica por sector

- En 2023, las **balanzas por cuenta corriente mejoraron en casi todos los Estados miembros**, ya que los precios de la energía cayeron y la demanda siguió siendo débil, lo que revirtió en parte la fuerte reducción de las balanzas comerciales de 2022. A pesar de estos aumentos, las balanzas por cuenta corriente se mantienen por debajo de sus niveles anteriores a la pandemia en muchos casos, especialmente en el caso de algunos países con gran deuda neta, y por debajo de los niveles propicios para su rápida corrección. En unos pocos casos notables, la demanda interna ha seguido siendo elevada y parece que persisten los grandes déficits por cuenta corriente. En otros casos, una fuerte mejora (o una estabilización a un nivel modesto) de las balanzas por cuenta corriente es el resultado de una reducción cíclica, o al menos temporal, de la demanda. En estos casos, la vuelta de condiciones más favorables puede

revelar una situación subyacente más negativa. Han persistido los superávits elevados, y algunas balanzas de ingresos y particularidades nacionales han desempeñado un papel significativo en ciertos casos. En general, en 2024, la mejora gradual de la demanda interna está compensando la mejora continuada de la relación de intercambio, lo que se traduce en estabilidad general de las balanzas por cuenta corriente durante este año y el próximo, aunque, en términos anuales, falta por ver cómo afectarán las mejoras de los últimos trimestres a los datos. En comparación con la situación previa a la pandemia, se ha producido un cambio en la capacidad y la necesidad de financiación de los distintos sectores de la economía, ya que el sector público ha aumentado su necesidad de financiación y el sector privado ha incrementado su capacidad neta de financiación. En 2024, este efecto no es tan acusado como en 2023, puesto que se ha producido una reducción de la necesidad de financiación del sector público y un aumento del ahorro del sector privado.

- Las grandes **posiciones negativas de endeudamiento externo neto** se redujeron considerablemente en 2023, situación en la que los efectos denominador desempeñaron un papel significativo, y compensaron con creces algunos déficits sustanciales. En algunos casos, los fuertes efectos de valoración dieron lugar a nuevas reducciones, como reflejo de las fluctuaciones de los tipos de cambio. Las grandes **posiciones positivas de endeudamiento externo neto** se han mantenido, en general, estables, ya que los efectos numerador y denominador se equilibran frente a los continuos y sólidos superávits por cuenta corriente.

- La **balanza por cuenta corriente de la zona del euro** empezó a aumentar desde el mínimo registrado a principios de 2023, y desde entonces ha seguido aumentando cada trimestre. La mejora de la relación de intercambio ha impulsado la fuerte mejora de la balanza nominal, mientras que la demanda ha sido, en general, moderada, lo que también ha impulsado el aumento de la balanza por cuenta corriente. La balanza por cuenta corriente de la zona del euro sigue estando por debajo de su nivel anterior a la pandemia, lo que refleja el impacto duradero del aumento de los precios de la energía, que ha afectado a la balanza comercial, y una reducción gradual de las balanzas de ingresos primarios. Estas reducciones de las balanzas de ingresos primarios se concentran en un pequeño número de países y, en algunos casos, reflejan las operaciones de entidades con fines especiales, con fuertes vínculos financieros transfronterizos, pero vínculos limitados con las economías internas de los países. Paralelamente, se ha producido una caída del (escaso) superávit de los servicios, aunque la contribución del turismo se sitúa, en general, en su media a más largo plazo. Se prevé que la balanza por cuenta corriente de la zona del euro siga mejorando este año y se mantenga, en general, estable durante el próximo, como consecuencia de la caída de larga duración de la inversión interna en relación con el ahorro. En general, la fuerte mejora de las posiciones de inversión internacional neta (PIIN) de los países con deuda neta ha dado lugar a un reequilibrio unilateral de las **posiciones exteriores dentro de la zona del euro**, a pesar de la falta de corrección por parte de los grandes países acreedores netos.

- El crecimiento de los **costes laborales unitarios** (CLU) repuntó notablemente en 2023, aunque con diferencias sustanciales entre países, impulsado en la mayoría de los casos por la aceleración del crecimiento salarial y el lento, o incluso negativo, crecimiento de la productividad. El fuerte crecimiento de los CLU marca el mayor aumento en los últimos años en la mayoría de los Estados miembros. Los aumentos salariales fueron sustanciales, pero en algunos Estados miembros los salarios reales todavía no han alcanzado sus niveles de 2019. En 2024 se está produciendo una desaceleración de las subidas salariales, pero los incrementos previstos siguen siendo históricamente elevados en muchos países. En general, los mercados de trabajo siguen siendo rígidos, lo que aumenta el poder de negociación de los trabajadores. Aunque el desempleo está aumentando en algunos países, lo hace desde un nivel bajo y sigue siendo limitado. En varios casos, se han producido aumentos del desempleo junto con aumentos mucho más sustanciales del empleo, al aumentar la migración o la participación en el mercado

laboral. Los grandes países con deuda neta de la zona del euro han mostrado un crecimiento de los CLU por debajo de la media de la zona, y muchos países acreedores netos han mostrado un mayor crecimiento; se espera que estos favorezcan el reequilibrio simétrico de las posiciones exteriores dentro de la zona del euro.

- En 2023, se produjo una revaluación del euro frente a otras de las principales monedas, a medida que el BCE continuó con su ciclo de endurecimiento. Fuera de la zona del euro, las monedas europeas también se revaluaron, a excepción de la corona sueca. Como consecuencia de ello, los **tipos de cambio reales efectivos (TCRE)** aumentaron en general, con las únicas excepciones de Suecia y algunos países de la zona del euro con una inflación mucho más baja, donde se mantuvieron, en general, estables. En los países con una inflación muy elevada, los TCRE basados en el IPCA aumentaron más del 5 % en un año y registraron un incremento aún mayor en los países no pertenecientes a la zona del euro marcados tanto por una fuerte revaluación de la moneda nacional como por una elevada inflación. En 2024, la revaluación del euro se ralentizó considerablemente, lo que dio lugar a unos TCRE estables en términos generales en toda la zona del euro, y las diferencias de inflación, que ahora son mucho menores, están impulsando las variaciones relativamente limitadas de los TCRE.

- En 2023, las ratios de **endeudamiento de las empresas con respecto al PIB** registraron por tercer año consecutivo una fuerte reducción en toda la UE, y la ratio de deuda global alcanzó su valor más bajo en más de una década. Si bien el factor que más influyó en la reducción fue el impacto de la inflación en el denominador, los flujos de crédito, limitados o, en algunos casos, negativos, también contribuyeron a una disminución general del endeudamiento de las empresas. En general, los flujos de crédito cayeron a sus niveles más bajos en más de una década. El desapalancamiento de las empresas estuvo asociado, principalmente, a una reducción del *stock* de préstamos, mientras que los títulos de deuda se mantuvieron, en general, estables. Las restrictivas condiciones de financiación y los elevados tipos de interés han aumentado los gastos por intereses de las empresas y han afectado a la capacidad de reembolso de la deuda del sector empresarial. Con todo, a pesar de un ligero aumento de las vulnerabilidades financieras de las empresas, actualmente no existen indicios generalizados de un aumento de los impagos de los préstamos. Tras un máximo alcanzado a mediados de 2022, las participaciones en los beneficios volvieron a sus niveles anteriores a la pandemia en 2023 y a principios de 2024, posiblemente como consecuencia de la adaptación de las empresas al aumento de los salarios, aunque la moderación de la actividad económica y el débil crecimiento de la productividad seguramente ejercen y seguirán ejerciendo presión sobre los beneficios en algunos países y sectores. En 2024, continúa el proceso de desapalancamiento, pero a un ritmo más lento, lo que refleja la relajación de la inflación y una ligera recuperación de los flujos de crédito, que también deberían ir acompañadas de una recuperación gradual, aunque lenta, de la inversión empresarial. Se prevé que esta recuperación gane impulso a medida que la demanda se fortalezca y las condiciones de financiación y la confianza de las empresas mejoren.

- El crecimiento de los **precios de la vivienda** se moderó en 2023, tras el fuerte crecimiento registrado en 2020-2022. No obstante, hubo variaciones considerables entre países, ya que los precios disminuyeron en algunos países, pero aumentaron en otros. La reducción —o los aumentos más lentos— de los precios refleja un ajuste ante el aumento de los costes de endeudamiento, ya que los hogares pueden hacer frente a un menor *stock* de préstamos. La pequeña reducción de los tipos de interés que ya se ha producido, junto con el ajuste del mercado a un nivel de precios más bajo, está dando lugar a una reanudación de la demanda en 2024, aunque el crecimiento de los precios sigue siendo moderado en algunos países. A pesar de la moderación que se ha producido, se estima que los precios de la vivienda siguen estando sobrevalorados en tres cuartas partes de los países de la UE, y más de la mitad muestran signos de sobrevaloración de más del 10 %. Ello a pesar de que las mayores reducciones de los precios de la vivienda se han registrado en los mercados más sobrevalorados según las

estimaciones. Paralelamente, en algunos países, el crecimiento de los precios de la vivienda sigue siendo muy intenso. En general, se ha producido un descenso de la construcción de viviendas y de la adquisición de licencias, especialmente en los países en los que los precios se han corregido de forma más significativa, lo que debería mantener la limitación de la oferta en un futuro próximo, dando pie a que se reanude la dinámica subyacente que ha dado lugar a fuertes subidas de los precios de la vivienda en los últimos años.

- En 2023, las **ratios de deuda de los hogares** mantuvieron la trayectoria a la baja de los últimos años y alcanzaron mínimos históricos en la mayoría de los países de la UE. Si bien la reducción de 2023 estuvo fuertemente impulsada por el impacto de la elevada inflación en el denominador, la contracción de los flujos de crédito también sirvió para reducir el impacto de los nuevos préstamos sobre la deuda. El aumento de los costes de endeudamiento ha sido acusado y se ha dejado sentir inmediatamente en los nuevos préstamos, con la consiguiente reducción de la demanda de hipotecas. Los pagos de intereses sobre los préstamos existentes se vieron afectados de forma más inmediata en los países en los que es más probable que las hipotecas tengan tipos variables, o períodos muy cortos de fijación de los tipos de interés, y en los que los plazos de las hipotecas son más largos. El ahorro de los hogares repuntó ligeramente en 2023, tras dos años en los que cayó tras el máximo provocado por la pandemia. Por término medio, los intereses percibidos por los hogares han aumentado ligeramente más que los intereses pagados. Sin embargo, dado que los activos y los préstamos están en manos de distintos hogares, en varios países algunos hogares pueden enfrentarse a presiones considerables derivadas de los elevados tipos de interés. Se espera que la reciente reducción de los tipos de interés y el crecimiento salarial previsto faciliten la situación en cierta medida de cara al futuro. En 2024, la situación financiera de los hogares ha seguido mejorando en general, aunque a un ritmo más lento que en 2023.

- El fuerte crecimiento del PIB nominal impulsado por la elevada inflación siguió sosteniendo una reducción de la **deuda pública** en 2023, a pesar de que los déficits públicos son todavía considerables. En 2024 y 2025, no se prevé que los déficits públicos primarios se intensifiquen sustancialmente en algunos países con un elevado nivel de deuda y, como resultado del diferencial menos favorable entre el crecimiento del PIB nominal y los tipos de interés, se espera que la fuerte reducción de las ratios deuda pública/PIB que viene siendo evidente desde 2021 sea moderada o incluso se estanque. No obstante, en algunos países, especialmente en aquellos con un elevado nivel de deuda, se prevé que en 2024 la deuda siga reduciéndose considerablemente. Se trata de países con superávits o déficits limitados y un fuerte crecimiento del PIB real sostenido que debería contribuir al desapalancamiento. En el caso de algunos países no pertenecientes a la zona del euro, puede haber riesgos adicionales asociados al endeudamiento del sector público cuando una proporción relativamente elevada de su deuda pública esté denominada en moneda extranjera, ya que puede verse afectada por las variaciones de los tipos de cambio. En los próximos años, la aplicación del nuevo marco fiscal de la UE favorecerá el desapalancamiento del sector público.

- En general, el **sector financiero** de la UE mostró una resiliencia sostenida en 2023, ya que los bancos se han beneficiado de mayores ingresos por intereses y las ratios de préstamos dudosos se han mantenido estables. El aumento de los tipos de interés se tradujo en un incremento de los márgenes de los tipos de interés, puesto que los bancos repercutieron estos tipos más elevados en los préstamos con mayor rapidez que en los depósitos. Esto ha impulsado la rentabilidad de los bancos, especialmente la de los bancos que dependen en mayor medida de la financiación mediante depósitos. La ratio de capital de nivel 1 ordinario ha aumentado ligeramente. En líneas generales, los préstamos dudosos se mantienen estables, aunque en 2024 se han observado algunos aumentos, aparentemente asociados principalmente a la corrección de los precios de los inmuebles comerciales que se está produciendo en varios países, pero también a unas condiciones cíclicas generalmente más débiles. Los criterios de concesión

de créditos se endurecieron en 2023 y se produjo una reducción tanto de la oferta como de la demanda de préstamos por parte de los hogares y de las sociedades no financieras. La resiliencia del sector bancario se mantiene en 2024, aunque existen algunos signos de deterioro de la calidad de los activos, ya que algunos prestatarios, en particular las empresas activas en el sector inmobiliario, se ven afectados por unos tipos de interés más elevados y problemas de liquidez. Al margen del sector bancario, el sector financiero no bancario está sujeto probablemente a riesgos adicionales, al correspondiente endurecimiento de las condiciones financieras, al empeoramiento de la calidad crediticia y a la posibilidad de que se produzcan correcciones desordenadas del precio de los activos. Entre ellos se incluyen los riesgos de liquidez y los riesgos relacionados con la interconexión, habida cuenta de que los vínculos entre los sectores bancario y no bancario son especialmente fuertes en la UE. Las perturbaciones en el sector de los fondos de inversión o en el sector de los seguros pueden tener efectos colaterales en el sector bancario y viceversa. La recesión del sector inmobiliario comercial representa un riesgo para algunas partes del sector financiero y puede dar lugar a efectos colaterales negativos en todo el sector financiero y en la economía real.

Perspectivas para los desequilibrios económicos

Las perspectivas para los desequilibrios se han visto influidas por un entorno inflacionista inusualmente fuerte, que dio lugar a reducciones acusadas de las ratios de deuda. 2023 se caracterizó por ser un año en el que las tasas de inflación registraron un gran descenso, aproximándose a los objetivos de los bancos centrales a finales de año. Sin embargo, a lo largo del año, las subidas de precios y costes fueron el factor determinante de las perspectivas para los desequilibrios. Los elevados deflactores del PIB causaron fuertes efectos denominador en las principales ratios de deuda. De este modo, los desequilibrios heredados, principalmente los elevados *stocks* de deuda, han seguido corrigiéndose, y muchos agregados, especialmente la deuda de las empresas y los hogares, se encuentran actualmente en sus niveles más bajos durante muchos años. Una excepción es la deuda pública de algunos países en los que, a pesar de las nuevas reducciones registradas en 2023, las ratios de deuda aún no han vuelto a sus niveles anteriores a 2020.

Las presiones inflacionistas de los últimos años dejan tras de sí un nuevo panorama económico. A pesar de que la reducción de la inflación implica que su contribución al desapalancamiento de la deuda es ahora más limitada, el legado de una inflación más elevada sigue y seguirá siendo un factor de cara a la configuración de los desequilibrios. En muchos países, se prevé que los costes laborales unitarios sigan aumentando sustancialmente a medida que los salarios compensan la reducción de la renta efectiva disponible. Aunque los bancos centrales, incluido el Banco Central Europeo, han empezado a relajar la política monetaria, los tipos de interés se mantienen y se espera que se mantengan en niveles superiores a los de los últimos diez años. Esta situación afecta a la carga de intereses asociada al endeudamiento y tiene implicaciones en el valor de los activos para todos los sectores de la economía. Desde el aumento de los tipos de interés, ya se ha producido una reducción de la inversión, tanto en vivienda como para fines empresariales.

El crecimiento nominal proporcionará un apoyo más limitado al desapalancamiento pasivo en los próximos años. Se prevé que el crecimiento nominal global se mantenga algo más alto que antes de la pandemia, en gran medida como resultado de que el deflactor del PIB se mantiene ligeramente elevado. Sin embargo, en los próximos años, no podrán llevarse a cabo nuevas reducciones de las cargas de la deuda sin limitar el endeudamiento. En el caso de los hogares con grandes deudas e hipotecas a un tipo de interés variable, o con períodos de fijación que han llegado a su fin o están a punto de hacerlo, su capacidad para efectuar los pagos de intereses, más elevados, puede verse comprometida. Por lo que respecta a las empresas, es evidente la existencia de una reducción de los flujos de crédito, que va acompañada de una caída

de los beneficios unitarios, tras los fuertes aumentos registrados, posiblemente para absorber algunos de los incrementos de los costes laborales unitarios a medida que los salarios se igualan al coste de la vida.

Algunos países presentan claramente sustanciales déficits por cuenta corriente subyacentes y la deuda exterior neta podría volver a aumentar. En unos pocos casos, el endeudamiento exterior se encuentra en un punto de inflexión, en el que el crecimiento nominal ha dejado de compensar los considerables déficits por cuenta corriente, lo que previsiblemente dará lugar a un deterioro de la posición exterior neta en los próximos años. Aunque esto no sucede en los países con mayor endeudamiento exterior, sí lo hace en algunos países en los que la ausencia de medidas políticas eficaces podría suponer un aumento preocupante del endeudamiento exterior. Por lo general, la actuación requiere controlar el déficit público para frenar la elevada demanda, lo que, a la vez, ayudaría a contener las presiones inflacionistas que persisten, aunque también podría ser necesario un reajuste en el sector de los hogares o en el de las empresas.

En los últimos años se han ido acumulando retos en materia de competitividad de costes, y algunos países se enfrentan ahora a niveles de precios y costes mucho más elevados como consecuencia de los aumentos acumulados, que en algunos casos siguen empeorando. Aunque los diferenciales de inflación se han reducido muy significativamente —y en muchos casos han desaparecido—, en algunos Estados miembros dejan tras de sí un legado de precios y costes relativos mucho más elevados. Si bien esto se aplica principalmente en los países que todavía tienen cierto potencial de recuperación, el aumento parece muy superior a lo que puede atribuirse de forma creíble a factores como el efecto Balassa-Samuelson y no está impulsado por el incremento de la productividad. Como consecuencia de ello, estos países tienen unos niveles de precios mucho más altos que anteriormente, lo que podría ejercer presión sobre su competitividad, en particular cuando se suman a posiciones de competitividad ya debilitadas desde antes de la pandemia. Corregir estos efectos llevará tiempo: exigen una reducción drástica de los precios y los costes, lo que podría provocar perturbaciones económicas, o bien un período sostenido de moderación de precios y costes frente a los socios comerciales que duraría más tiempo o sería más marcado de lo que habría sido de otro modo.

El aumento de los niveles de precios y costes puede ejercer una presión adicional en el ámbito exterior, y en algunos casos puede haber dificultades para contener nuevos aumentos de precios y costes. En algunos países con un fuerte aumento de los niveles de precios y costes, existen otros factores perjudiciales que plantean riesgos particulares. La pérdida de mercados de exportación, que puede estar vinculada a razones geopolíticas, puede ser más difícil de contrarrestar mediante la búsqueda de nuevas oportunidades debido a los precios y costes más elevados dentro del propio país. Cuando los saldos exteriores ya están sometidos a presiones, por ejemplo, a través de una reducción permanente de los saldos debida a los efectos de los precios de la energía, el aumento de los niveles de costes puede ejercer una presión adicional en el ámbito exterior, hasta que se produzca un ajuste a un nivel más bajo de demanda. Cuando el crecimiento también ha sido moderado, puede resultar difícil controlar nuevas presiones inflacionistas una vez que la demanda se recupere. A medida que las condiciones económicas se normalicen, la debilidad económica subyacente, como el debilitamiento estructural de los saldos exteriores, puede hacerse más visible.

Los elevados precios de la vivienda siguen siendo motivo de preocupación importante en varios países, a pesar de una cierta moderación reciente. Los precios de la vivienda han experimentado una moderación tras años de fuerte crecimiento, que en la mayoría de los casos se aceleró durante la pandemia. Estas correcciones no constituyen en sí mismas una reducción sustancial del riesgo asociado a la evolución de los precios de la vivienda. Por el contrario, son una manifestación de las vulnerabilidades: en los países en los que los precios de la vivienda están descendiendo considerablemente, esto se debe a la existencia de una dinámica subyacente que los

había llevado a niveles insostenibles. En general, esta dinámica subyacente no ha cambiado. Una vez que la demanda de vivienda se ajuste plenamente a los niveles más elevados de los tipos de interés, cabe esperar que se reanude un fuerte crecimiento de los precios de la vivienda, habida cuenta de la tradicional brecha entre una demanda de vivienda pujante y la limitación de la oferta. Esta situación podría verse agravada por la reducción de la inversión en vivienda que se ha producido recientemente en un contexto de migración neta históricamente elevada a algunos Estados miembros. Es probable que la asequibilidad de la vivienda, aspecto cada vez más tenso en muchos países, siga deteriorándose. En las zonas metropolitanas de algunos Estados miembros, los precios de la vivienda han alcanzado niveles que pueden estar frenando la capacidad de sus economías para atraer trabajadores, lo que puede convertirse en una limitación cada vez mayor de su modelo de crecimiento. En algunos países, el crecimiento de los precios de la vivienda sigue siendo muy fuerte y se está acelerando nuevamente. En algunos casos, este fuerte crecimiento continúa junto con una fuerte dinámica inflacionista que puede ser difícil de frenar sin fuertes repercusiones económicas.

Conclusiones específicas por país y supervisión de seguimiento

En 2025, se elaborarán exámenes exhaustivos para los nueve Estados miembros que fueron identificados como países con desequilibrios o desequilibrios excesivos en 2024 ([4]). El Informe sobre el Mecanismo de Alerta presenta un panorama general de la evolución de los datos clave que subyacen a estos desequilibrios. En los exámenes exhaustivos realizados en 2025 y que se publicarán durante el primer semestre de ese año se llevará a cabo una evaluación económica de si estos desequilibrios se están agravando, corrigiendo o se han corregido, con el fin de actualizar las evaluaciones existentes y las posibles necesidades políticas pendientes. Este será el caso de **Alemania, Chipre, Eslovaquia, Grecia, Hungría, Italia, Países Bajos, Rumanía** y **Suecia**.

Además, la lectura económica del cuadro de indicadores conduce a la conclusión de que debe realizarse un examen exhaustivo para Estonia, ya que este Estado miembro presenta riesgos particulares de aparición de nuevos desequilibrios. Esto es coherente con la perspectiva de futuro que se ha seguido en los últimos años. Con arreglo a este enfoque, los exámenes exhaustivos deben emprenderse a medida que se suceden acontecimientos preocupantes, sin esperar a estar seguros de la existencia de desequilibrios. En Estonia, se han producido fuertes presiones sobre los costes en los últimos años, mientras que los precios de la vivienda han crecido de forma acusada y el endeudamiento de los hogares también ha aumentado. Estonia destaca por la persistencia de esta tendencia y por el hecho de que existen otros factores preocupantes que plantean riesgos adicionales.

En Estonia, las pérdidas de competitividad de costes siguen acumulándose y la balanza por cuenta corriente ha empeorado; al mismo tiempo, los precios de la vivienda siguen creciendo de forma acusada. Estonia fue objeto de un examen exhaustivo en la primavera de 2023, pero en ese momento no se detectaron desequilibrios: las vulnerabilidades relacionadas con la competitividad, los saldos exteriores y los precios de la vivienda ya estaban presentes, pero se constató que eran limitadas y se esperaba que se redujesen rápidamente. El cuadro de indicadores actual para Estonia muestra que, en 2023, dos indicadores superaban sus umbrales indicativos, a saber, el tipo de cambio real efectivo y los costes laborales unitarios. La lectura económica del cuadro de indicadores basada en la evolución y las perspectivas recientes no es suficientemente tranquilizadora. Las presiones sobre los costes se han moderado, pero se encuentran entre las más elevadas de la zona del euro. El país sigue registrando una inflación elevada, con un aumento reciente de la inflación básica, claramente superior a la media de la zona del euro. El fuerte

([4]) Comunicación de la Comisión «Semestre Europeo de 2024 - paquete de primavera», COM(2024) 600 final.

crecimiento de los precios y costes de Estonia se ha producido a pesar del débil crecimiento de la economía. La economía no se ha recuperado de la crisis provocada por la guerra de Rusia contra Ucrania y ha sufrido una marcada recesión en 2023 y 2024; en términos reales, el PIB se sitúa justo en torno a los niveles anteriores a la pandemia, lo que supone el peor resultado de los países de la UE. Las exportaciones disminuyeron mucho recientemente, al igual que las cuotas de mercado de las exportaciones. El déficit por cuenta corriente se ha moderado con respecto a su nivel de 2022, pero no se espera ninguna otra mejora. Además, este déficit se está produciendo en un momento de atonía de la actividad, lo que indica una posición exterior subyacente más débil y una mejora de la actividad económica que daría lugar a un aumento de la demanda que reduciría la balanza por cuenta corriente. Al mismo tiempo, los precios de la vivienda han aumentado significativamente en los últimos años y los precios nominales crecieron más de un 7 % en el primer semestre de 2024. Esto ha agravado los riesgos de sobrevaloración de los precios de la vivienda. El endeudamiento de los hogares se moderó en 2023, pero siguió siendo significativo, a pesar de los costes de endeudamiento más elevados de la zona del euro.

Para el resto de los Estados miembros, no es necesario llevar a cabo exámenes exhaustivos en este momento.

Recuadro: Resultado de la revisión de 2024 del cuadro de indicadores del PDM

De conformidad con el Reglamento relativo al PDM, la Comisión evalúa periódicamente la idoneidad del cuadro de indicadores del PDM y lo actualiza cuando es necesario [artículo 4, apartado 7, del Reglamento (UE) n.º 1176/2011]. El presente Informe sobre el Mecanismo de Alerta introduce varios cambios en el cuadro de indicadores, tanto en los indicadores principales como en los auxiliares. Al igual que en anteriores revisiones del cuadro de indicadores, las revisiones previstas se han comunicado al Parlamento Europeo, al Consejo (incluidos sus comités de expertos) y a la JERS antes de su adopción definitiva.

Las revisiones adoptadas tienen en cuenta la evolución más reciente de los indicadores estadísticos y tienen por objeto hacer que el cuadro de indicadores sea más compacto, más equilibrado entre los distintos bloques temáticos y más prospectivo. Dichas revisiones se llevaron a cabo mediante la aplicación de los siguientes principios rectores: i) estabilidad (para evitar que las revisiones sean excesivamente frecuentes); ii) no proliferación de variables (por regla general, el número de variables no debería aumentar, a fin de respetar el requisito de parsimonia respecto del cuadro de indicadores que impone el Reglamento); iii) pertinencia y relevancia de cara a la supervisión del PDM; y iv) la necesidad de tener en cuenta las mejoras continuas de la calidad estadística. A continuación se exponen los cambios más notables en los indicadores principales; los detalles están disponibles en el documento de trabajo adjunto de los servicios de la Comisión ([5]).

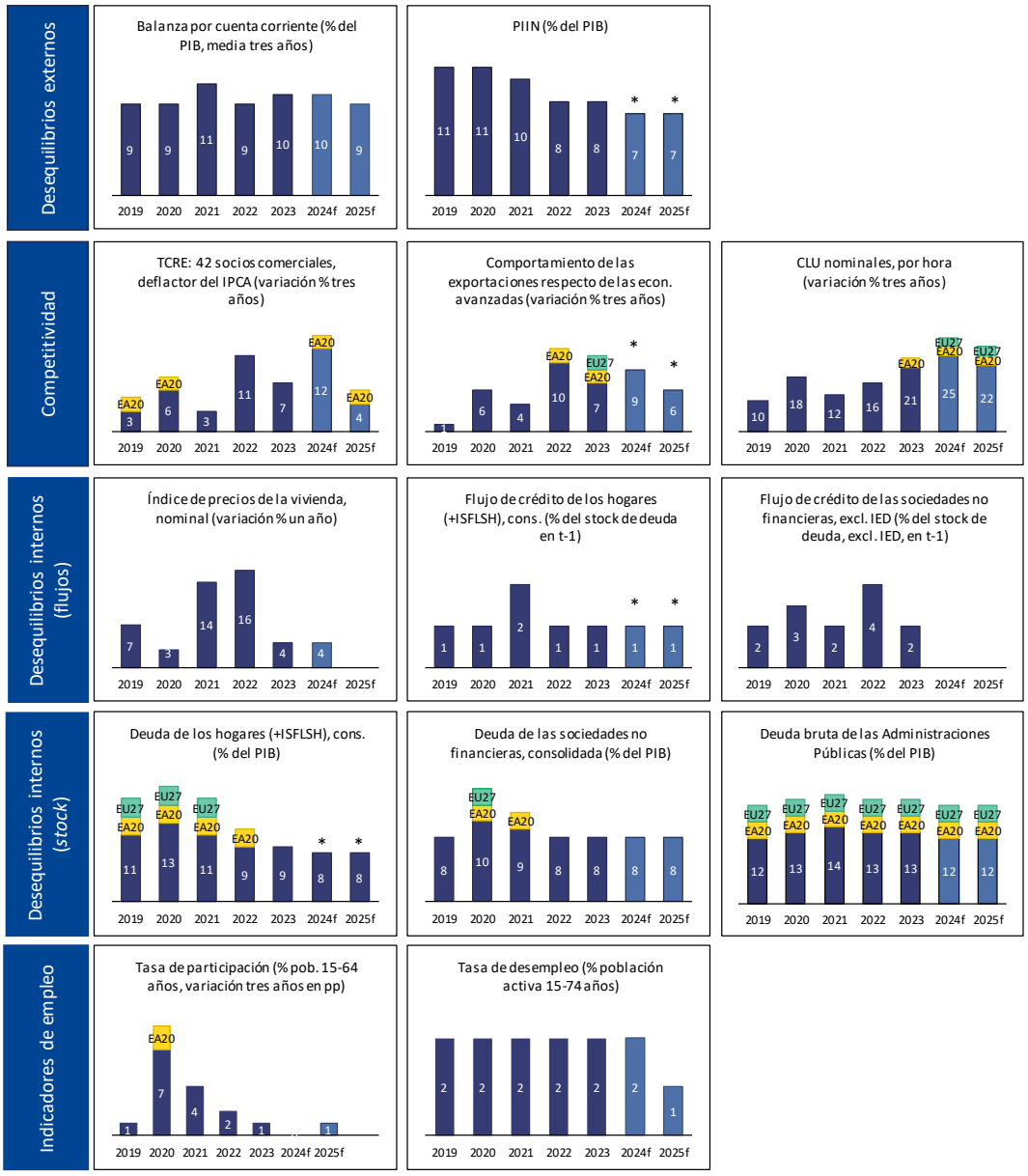
- El indicador de «comportamiento de las exportaciones respecto de las economías avanzadas» pasa de ser un indicador auxiliar a uno principal, medido como la variación a lo largo de tres años. Se establece un nuevo umbral del – 3 % para este indicador. A su vez, el indicador de «cuota de mercado de las exportaciones» se convierte en un indicador auxiliar.
- Los indicadores sobre los flujos de crédito y los *stocks* de deuda del sector privado se dividen en indicadores separados para los hogares y las sociedades no financieras. Los flujos de crédito se medirán como porcentaje de los *stocks* del año anterior, y el flujo de crédito a las sociedades no financieras excluirá la inversión extranjera directa tanto en su numerador como en su denominador. Los nuevos umbrales establecidos ascienden al 55 y el 85 % del PIB para los *stocks* de deuda de los hogares y de las sociedades no financieras, respectivamente, y al 14 y el 13 % del *stock* de deuda del año anterior para los flujos de crédito.
- Se abandona el indicador principal sobre los pasivos del sector financiero, como consecuencia de la ausencia de un indicador global del sector financiero para el que se pueda fijar un umbral razonable, así como de la existencia de otros mecanismos independientes de supervisión del sector financiero a escala europea que se han establecido tras el inicio del PDM. El sector bancario será objeto de un seguimiento más estrecho a través de tres indicadores auxiliares: los préstamos dudosos brutos (% de préstamos brutos), la ratio de capital de nivel 1 del sector bancario (% de activos ponderados por riesgo) y la rentabilidad de los recursos propios del sector bancario (%). Si bien estos indicadores transmiten información importante, es difícil determinar umbrales macroeconómicos significativos. La falta de un indicador principal en el cuadro de indicadores no implica en modo alguno que se conceda menos importancia al sector financiero en la supervisión macroeconómica de la Comisión.
- Las tasas de desempleo juvenil y de larga duración se convertirán en indicadores auxiliares.
- El umbral del indicador correspondiente al tipo de cambio real efectivo se reducirá del ± 5 % para la zona del euro y el ± 11 % para los países no pertenecientes a la zona del euro al ± 3 % para la zona del euro y al ± 10 % para los países no pertenecientes a la zona del euro, a fin de tener en cuenta las características distributivas de los datos más recientes.
- Se han realizado algunos ajustes en las definiciones y transformaciones de algunos de los indicadores principales, en particular:

([5]) Documento de trabajo de los servicios de la Comisión sobre los cambios en el cuadro de indicadores del procedimiento de desequilibrio macroeconómico, SWD(2024) 702.

- El índice de costes laborales unitarios nominales se medirá por hora en lugar de por asalariado.
- El índice de precios de la vivienda se medirá en términos nominales y no en términos reales, lo que también dará lugar a un cambio del umbral, fijado en el + 9 %.
- La tasa de desempleo se presentará en datos anuales, en lugar de su media de tres años.

También se han aplicado varios cambios para los indicadores auxiliares, en particular una reducción significativa de su número, tal como se detalla en el documento de trabajo de los servicios de la Comisión adjunto. El cuadro de indicadores modificado tendrá un indicador principal y cinco (+ 5) indicadores auxiliares menos que la versión en uso hasta la fecha.

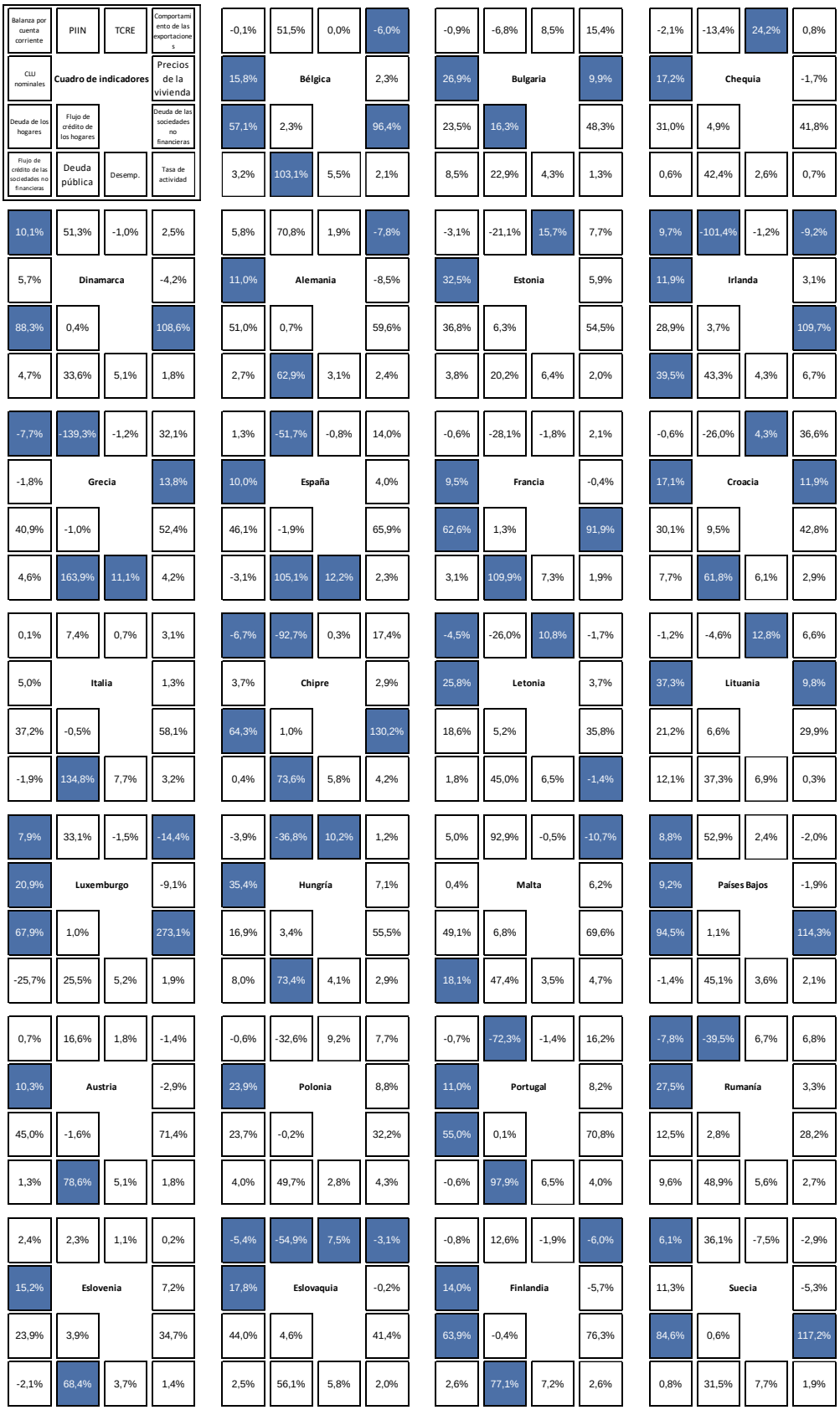
Gráfico 1: **Número de Estados miembros con variables del cuadro de indicadores por encima del umbral**



El número de Estados miembros que registran variables del cuadro de indicadores por encima de los umbrales pertinentes en un determinado año refleja los datos vigentes en la fecha límite del Informe sobre el Mecanismo de Alerta de 2025 (31 de octubre de 2024). Las posibles revisiones posteriores de los datos pueden suponer una diferencia en el número de valores que superan los umbrales calculados utilizando series de datos anteriores para las variables del cuadro de indicadores, conforme a lo publicado en ediciones anteriores del Informe sobre el Mecanismo de Alerta. * No se dispone de datos agregados durante el período de previsión.

Fuente: Estimaciones de Eurostat y de la Comisión Europea.

Gráfico 2: **Indicadores del cuadro de indicadores del IMA en 2023, por país**



Fuente: Eurostat.