

Bruselas, 24.11.2021
COM(2021) 741 final

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

Informe sobre el Mecanismo de Alerta 2022

**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(2021) 361 final}

ÍNDICE

Resumen	2
1. Contexto macroeconómico y evolución de los desequilibrios en la zona del euro	11
2. Desequilibrios, riesgos y ajustes: principales novedades en los distintos países	19
2.1. Instantánea de los resultados del cuadro de indicadores	19
2.2. Sector exterior y de competitividad	22
2.3. Deuda privada y mercados inmobiliarios	36
2.4. Sector público	47
2.5. Sector financiero	50
3. Resumen de los principales retos e implicaciones para la supervisión	56
4. Observaciones específicas por Estado miembro	60
Anexo 1: Previsiones y nowcasts de los indicadores principales	101
Anexo 2: Cuadro de indicadores del PDM	104

El presente Informe sobre el Mecanismo de Alerta (IMA) inicia el undécimo 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].

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 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 2022 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.

RESUMEN

El presente Informe sobre el Mecanismo de Alerta está por segunda vez marcado por la pandemia de COVID-19, ya que la economía todavía se recupera de la crisis que surgió repentina e inesperadamente en 2020. La pandemia de COVID-19 provocó una crisis económica única por su gravedad. Tras las perturbaciones registradas en el primer semestre de 2020, una fase inicial de la recuperación económica se materializó rápidamente cuando se flexibilizaron las medidas de contención en toda Europa. El despliegue de vacunas marcó un cambio positivo en las perspectivas económicas. Aunque persisten las diferencias entre los Estados miembros, los esfuerzos para hacer frente a los efectos inmediatos de la perturbación económica están dando sus frutos. El éxito del despliegue de las vacunas, acompañado de una estrategia de contención eficaz y focalizada, dio lugar a una mayor reactivación de la actividad económica a partir de la primavera de 2021, y la coordinación de las políticas económicas se ha orientado a sentar las bases para una recuperación sólida e inclusiva y una mayor resiliencia. Según las previsiones económicas de otoño de 2021 de la Comisión, se espera que para finales de 2021 la mayoría de los Estados miembros se acerquen a sus niveles de producción anteriores a la crisis, y solo unos pocos países alcanzarán dichos niveles el próximo año.

La pandemia golpeó cuando la mayoría de los desequilibrios se encontraban en proceso de corrección en un entorno macroeconómico favorable, al tiempo que surgían nuevos riesgos asociados a signos de recalentamiento. El período sostenido de crecimiento económico durante la mayor parte de la última década facilitó una corrección gradual de los desequilibrios. Estos desequilibrios estaban relacionados con niveles elevados de las ratios de endeudamiento público y privado con respecto al PIB, heredados de la crisis financiera mundial y los factores que condujeron a dicha crisis. También se corrigieron los grandes déficits por cuenta corriente o el fuerte crecimiento del crédito, lo que dio lugar a una reducción gradual de la deuda externa y al fortalecimiento de los sistemas bancarios. En los últimos años, se produjo una acumulación de retos y riesgos asociados a signos de recalentamiento en algunos sectores en algunos países tras una expansión económica sostenida, principalmente en los precios de la vivienda y la competitividad de costes, especialmente en los países en los que el crecimiento económico fue más intenso.

La pandemia interrumpió la reducción de las ratios de endeudamiento con respecto al PIB, mientras que los precios de la vivienda se aceleraron, lo que sugiere una agravación general de los riesgos macroeconómicos. Los desequilibrios relacionados con el elevado nivel de deuda pública y privada empeoraron, impulsados por la fuerte caída del PIB y el impacto fiscal de las medidas necesarias adoptadas para hacer frente a la crisis de la COVID-19, protegiendo las capacidades de producción y limitando el impacto social y en materia de empleo. Los precios de la vivienda, que ya eran alcistas, subieron aún más y constituyen un riesgo en varios países, en particular, cuando van acompañados de un aumento significativo de la deuda hipotecaria. Gracias a sus elevadas ratios de capital y a su gran colchón de liquidez, los bancos pudieron seguir proporcionando crédito a la economía. Sin embargo, los efectos de la segunda ronda en el sector bancario podrían materializarse a medida que se supriman las medidas de protección y el impacto a largo plazo de la pandemia en la solvencia de las empresas se traslade a la economía. Las cuentas exteriores empeoraron en los países que dependen de los ingresos del turismo transfronterizo. La ampliación del apoyo a las políticas contribuyó a contener el desempleo y estabilizó los ingresos de los hogares. A medida que se mantiene la recuperación, en algunos países están surgiendo escasez de mano de obra y presiones en cuanto a los costes, y se prevén aumentos salariales sustanciales en varios países.

La respuesta política rápida y coordinada a la pandemia amortiguó su impacto económico, y el Mecanismo de Recuperación y Resiliencia (MRR) brinda una oportunidad única para salir más fuertes de la crisis. La cláusula general de salvaguardia del Pacto de Estabilidad y Crecimiento se activó inmediatamente después del brote de la pandemia, apoyando las medidas fiscales nacionales. El Acuerdo sobre el Marco Temporal relativo a las medidas de ayuda estatal permitió a los Estados miembros hacer uso de toda la flexibilidad prevista en las normas sobre ayudas estatales. El Instrumento Europeo de Apoyo Temporal para Atenuar los Riesgos de Desempleo en una Emergencia (SURE) ayudó a proteger el empleo. Los Gobiernos prestaron un apoyo fiscal y político sin precedentes, y el Banco Central Europeo (BCE) aplicó una amplia gama de medidas para mantener la estabilidad financiera y garantizar el buen

funcionamiento de los mercados financieros. A medida que avance la recuperación, la aplicación efectiva de las reformas y la inversión en los planes de recuperación y resiliencia contribuirán a fomentar una recuperación duradera, reforzar la resiliencia y acelerar la transición ecológica y digital de la UE. La ejecución de los planes de recuperación y resiliencia puede contribuir a reducir los desequilibrios y reducir los riesgos macroeconómicos. Los planes ofrecen una oportunidad única para situar a los Estados miembros más afectados por la crisis de la COVID-19 en una senda de crecimiento sostenido más elevado, lo que fomentará la creación de empleo, mejorará la sostenibilidad de la deuda y contribuirá a reequilibrar la economía europea en su conjunto.

El análisis horizontal presentado en el IMA puede resumirse como sigue:

- **La crisis de la COVID-19 ha afectado temporalmente a las posiciones exteriores, pero no ha cambiado radicalmente los patrones de la balanza de pagos por cuenta corriente.** Los países con importantes sectores turísticos transfronterizos han experimentado, en general, un notable aumento de los déficits por cuenta corriente o una reducción de sus escasos superávits. Se espera que esto se corrija gradualmente con la recuperación de los viajes. Algunos de los grandes superávits por cuenta corriente disminuyeron ligeramente en 2020, ajustando la balanza de pagos por cuenta corriente de toda la zona del euro a las variables económicas fundamentales. Sin embargo, los datos correspondientes al primer semestre de 2021 muestran un acusado aumento del superávit por cuenta corriente de la zona del euro, impulsado principalmente por el aumento de la balanza comercial de los servicios. Actualmente se prevé que en 2021 la balanza de pagos por cuenta corriente de la zona del euro retorne al nivel de 2019, como consecuencia de la continua moderación de la demanda interna. En general, los mayores cambios en la balanza de pagos por cuenta corriente han sido composicionales: en todos los Estados miembros, el sector privado ha aumentado su capacidad de ahorro neto, mientras que la capacidad de financiación neta del sector público disminuyó notablemente debido al impacto de la pandemia de COVID-19 y las medidas adoptadas para mitigarla. Varios Estados miembros con una posición de inversión internacional neta (PIIN) muy negativa registraron un empeoramiento de su balanza de pagos por cuenta corriente en 2020, pero se prevé que el impacto en sus ratios PIIN/PIB se invierta gradualmente.
- **La perturbación de la actividad económica en 2020 dio lugar a importantes aumentos de los costes laborales unitarios, que se espera que se inviertan parcialmente con la recuperación, pero en algunos casos están apareciendo escasez de mano de obra y presiones en cuanto a los costes.** Los costes laborales unitarios aumentaron en toda la UE debido a la estabilidad en el número de efectivos empleados a pesar de la acusada caída de la producción, propiciada por las diversas iniciativas públicas de mantenimiento del empleo, especialmente los regímenes de reducción del tiempo de trabajo, que favorecieron una reducción de las horas trabajadas en lugar de los niveles de empleo. Estos efectos se reflejan en reducciones temporales de la productividad laboral general en 2020. Con la recuperación, la productividad está aumentando e invirtiendo parte de la disminución de los costes laborales unitarios. No obstante, en algunos países, los aumentos salariales están recuperando a veces las tendencias anteriores a la pandemia. Sin embargo, la situación del mercado laboral difiere entre sectores y países y, aunque en algunos casos el empleo se ha recuperado en líneas generales hasta los niveles anteriores a la crisis, en otros siguen existiendo diferencias significativas. En algunos casos, una mayor reasignación entre puestos de trabajo, empresas y sectores puede continuar durante la recuperación y dar lugar a algunos cambios permanentes en la capacidad productiva de los países. En otros casos, se está produciendo una escasez de mano de obra, especialmente en los países menos afectados por la crisis y en un contexto de mayor demanda. En combinación con otros factores, como el rápido aumento de los precios de la energía, las presiones en cuanto a los costes pueden aumentar considerablemente y convertirse en un riesgo para el futuro.
- **Una serie de medidas políticas preservaron el empleo y la capacidad de producción durante la crisis apoyando la liquidez y la solvencia del sector privado.** Las medidas de apoyo, como las moratorias sobre el reembolso de la deuda y las garantías públicas para el crédito, contribuyeron a evitar que la falta de liquidez del sector privado se tradujera en problemas de solvencia al inicio de la crisis de la COVID-19. Las moratorias permitieron retrasar el reembolso de la deuda, aumentando el volumen nominal de deuda y la carga de intereses correspondiente. Con la eliminación progresiva de estas medidas, pueden surgir posibles dificultades de reembolso, especialmente en sectores más afectados por la crisis y entre empresas que ya eran vulnerables. En muchos países, el aumento del endeudamiento tanto de las empresas como de los hogares ha ido acompañado de un mayor ahorro neto.
- **El endeudamiento de las empresas aumentó en la mayoría de los países de la UE en 2020, a veces de forma acusada.** Los nuevos empréstitos para cubrir las súbitas pérdidas de ingresos y la falta de liquidez resultantes de la pandemia contribuyeron al aumento de las ratios de endeudamiento de las empresas con respecto al PIB, además del efecto de la fuerte recesión. Aunque el aumento significativo de los flujos de crédito neto duró hasta principios de 2021, su moderación más reciente

podría ser tanto un signo de menor demanda, que podría estar relacionado con el uso de la liquidez acumulada por las empresas, como con una menor oferta de crédito.

- **El endeudamiento de los hogares ha repuntado a medida que avanza la recuperación.** En 2020, el aumento de las ratios de endeudamiento de los hogares con respecto al PIB se debió principalmente a la fuerte caída del PIB. Los flujos de crédito en el punto álgido de la pandemia fueron moderados, debido principalmente a la fuerte caída de los préstamos al consumo. Al mismo tiempo, muchos países experimentaron aumentos de los préstamos hipotecarios en vista de la elevada actividad del mercado inmobiliario y la aceleración de los precios de la vivienda. Desde principios de 2021, los flujos de crédito netos han aumentado considerablemente en varios países a medida que avanza la recuperación.

- **La crisis de la COVID-19 y las medidas adoptadas por los gobiernos para amortiguarla han tenido un gran impacto en la deuda pública.** El importante apoyo prestado por los gobiernos ha contribuido a reorientar parte del impacto económico negativo de la pandemia de hogares y empresas, protegiendo el empleo y el potencial de crecimiento. Los ratios de endeudamiento público con respecto al PIB han aumentado más en los países afectados de manera desmesurada por la recesión, debido principalmente a sus sectores turísticos. Con la recuperación, se espera que los ratios de endeudamiento con respecto al PIB se estabilicen y algunas ya han empezado a disminuir; pero, en general, los gobiernos están saliendo de esta crisis, con un endeudamiento claramente más elevado. Las medidas favorables en materia de política fiscal y monetaria se han reforzado mutuamente para mantener la confianza y la estabilidad. Las condiciones de préstamo de los Gobiernos han seguido siendo favorables a pesar del aumento de sus necesidades de financiación, debido tanto a las medidas de política monetaria como a factores a más largo plazo, como el exceso de ahorro sobre la inversión en la zona del euro. A la luz de la evolución de la inflación, los costes de los préstamos han aumentado ligeramente, pero siguen siendo, en general, bajos. Los costes de los préstamos han aumentado algo más en algunos Estados miembros no pertenecientes a la zona del euro con tipos de cambio variables. Algunos de ellos tienen porcentajes significativos de deuda denominada en monedas extranjeras o con vencimientos de deuda relativamente cortos.
- **La pandemia ha ido acompañada de un nuevo aumento de los precios de la vivienda.** Tras años de subidas, los precios de la vivienda volvieron a aumentar en 2020 y en el primer semestre de 2021 y alcanzaron sus tasas de crecimiento más rápidas desde la crisis financiera mundial. Varios países de la UE presentan riesgos de sobrevaloración. Esto suscita preocupación, en particular, cuando la deuda de los hogares es elevada o aumenta rápidamente. El crecimiento de los precios de la vivienda se ha visto impulsado por una serie de factores que alimentan la demanda y limitan la oferta. Las contracciones de la oferta ya existían antes de la pandemia y empeoraron temporalmente debido a los confinamientos. Es posible que la pandemia haya dado lugar a algunos cambios estructurales en la demanda de vivienda, ya que el aumento del teletrabajo puede cambiar las preferencias geográficas. Las condiciones financieras han sido acomodaticias y se prevé que, en general, sigan respaldando la elevada demanda de vivienda, mientras que la renta de los hogares, que aumenta con la recuperación, siga probablemente manteniendo el crecimiento de los precios de la vivienda.
- **El sector bancario ha mantenido ratios de capital sólidos, pero la rentabilidad se debilitó en 2020 y el impacto total de la crisis en los balances de los bancos solo puede ser visible más adelante.** Las condiciones del sector bancario han mejorado considerablemente desde la crisis financiera mundial, con reservas de capital acumuladas en los años anteriores a la pandemia y los ratios de capital siguieron aumentando en 2020, debido, entre otras cosas, a los límites reglamentarios temporales sobre los pagos de dividendos. El impacto de la crisis de la COVID-19 en el sector bancario se mitigó gracias al fortalecimiento del sector logrado tras la crisis financiera y debido a amplias medidas políticas temporales, como las garantías crediticias, las moratorias para el reembolso de la deuda o la flexibilización normativa temporal. Los préstamos dudosos siguieron disminuyendo en 2020, especialmente en los países en los que eran significativos y en los que los bancos se deshacían de activos heredados. Sin embargo, persiste el problema de la baja rentabilidad desde hace mucho tiempo. Por otra parte, el impacto total de la crisis en la calidad de los activos, la rentabilidad y las reservas de capital puede aún materializarse una vez que se retiren las medidas. Los posibles círculos viciosos entre los bancos, los emisores soberanos y el sector empresarial deben ser objeto de un estrecho seguimiento.

Aunque el impacto de la pandemia quedó mitigado por actuaciones políticas decisivas, la pandemia ha exacerbado las divergencias entre los países de la zona del euro. Los Estados miembros con un sector turístico transfronterizo significativo fueron los más expuestos al impacto económico de la pandemia de COVID-19, lo que dio lugar a efectos divergentes en el empleo y el crecimiento. Dado que estos países también se caracterizaron por una deuda pública, privada o externa relativamente grande, esto ha dado lugar a una mayor dispersión del endeudamiento dentro de la zona del euro. Algunos de estos patrones están relacionados con factores temporales, como el impacto de las restricciones de viaje, pero, a pesar del éxito de las actuaciones políticas decisivas para mitigar el aumento de las divergencias económicas y sociales, la crisis amenaza con marcar su impronta y consolidar las divergencias.

Persiste un amplio superávit por cuenta corriente en toda la zona del euro, lo que pone de manifiesto que hay margen para sostener la recuperación de la zona del euro en general. Esto también contribuiría a una reducción más rápida de los desequilibrios. La balanza de pagos por cuenta corriente de la zona del euro en su conjunto ha disminuido temporalmente hasta aproximarse a sus niveles fundamentales, pero se prevé que vuelva a los niveles anteriores a la crisis por encima de las variables económicas fundamentales. Los resultados varían considerablemente entre los Estados miembros. El reequilibrio exterior en la zona del euro es tanto más importante cuanto que el margen de apoyo monetario adicional es limitado para sostener la demanda.

A la luz de las interconexiones entre las economías de la zona del euro, es necesaria una combinación adecuada de políticas macroeconómicas entre los Estados miembros para sostener la recuperación, al tiempo que se corrigen los desequilibrios y se abordan los riesgos emergentes. Una expansión económica en los países acreedores netos de la zona del euro, también sobre la base de unas condiciones de demanda favorables, no solo sería beneficiosa para los propios países, sino también para los países deudores netos, ya que un mayor crecimiento en la zona del euro fomenta el crecimiento y el desapalancamiento, así como la mejora de la posición exterior en este último grupo de países. La retirada del apoyo político extraordinario heredado de la crisis en función de las necesidades de ajuste ayudaría a este respecto. Unas mejoras marcadas y duraderas de la productividad y la competitividad en los países deudores netos también contribuirían al reequilibrio externo y ayudarían a aliviar la carga de la deuda. Una utilización eficaz de los instrumentos creados a nivel de la zona del euro y de la UE, sumada a la aplicación eficaz de las reformas e inversiones necesarias, ayudarían a fomentar una recuperación duradera y a fortalecer la resiliencia, en particular abordando los desequilibrios y los riesgos emergentes. La plena absorción de la financiación del Instrumento Next Generation EU y del marco financiero plurianual (MFP) y su canalización hacia los usos más productivos serán cruciales. Esto maximizaría el impacto económico de los fondos y contribuiría a un crecimiento equilibrado.

El impacto total de la pandemia en los desequilibrios solo quedará claro con el paso del tiempo, ya que pueden producirse efectos secundarios. Por lo que respecta a las empresas, siguen existiendo bolsas de vulnerabilidades financieras subyacentes debidas al agotamiento de los recursos propios a raíz de las pérdidas prolongadas y las deudas elevadas. Algunas empresas podrían verse afectadas por cambios estructurales que requieran ajustes en sus modelos de negocio. La expiración de las medidas de apoyo puede dar lugar a un aumento de los préstamos dudosos y las quiebras, al menos en los sectores más afectados por la crisis de la COVID-19 y entre las empresas vulnerables antes de la crisis. Esto puede tardar algún tiempo en materializarse, dependiendo de los tipos de reestructuración o refinanciación que puedan ofrecerse a otros prestatarios insolventes. La capacidad de los procedimientos de insolvencia para compensar los deterioros existentes es importante para garantizar el flujo de nuevos créditos a la economía. La concesión por parte de los poderes públicos de garantías para préstamos a empresas contribuye a preservar la viabilidad de las empresas, pero, si es significativa, también podría dar lugar a círculos viciosos entre el sector empresarial y el sector público, lo que también afectaría a los bancos. Las deficiencias del balance de las empresas pueden repercutir en el mercado laboral y, por extensión, en la capacidad de algunos hogares para reembolsar sus créditos. Los fuertes aumentos del crédito hipotecario constituyen un factor de riesgo adicional, especialmente en caso de corrección de los mercados de la vivienda. Del mismo modo, un nuevo deterioro de los precios de los activos inmobiliarios comerciales podría debilitar también al sector financiero.

Las condiciones de financiación afectarán a la evolución de los desequilibrios. Los bajos tipos de interés han permitido a los gobiernos, las empresas y los hogares asumir una deuda más elevada y amortiguar el efecto de la pandemia, protegiendo el empleo y la capacidad de producción. Un aumento de los tipos de interés aumentaría los costes de financiación de la deuda tanto en el sector público como en el privado, aumentando los riesgos en los casos en que las necesidades de financiación son elevadas. La inflación ha repuntado notablemente en la zona del euro y en muchas otras economías avanzadas desde principios de 2021. Aunque los factores determinantes de este repunte de la inflación, incluido el aumento de los precios de la energía, parecen principalmente transitorios, existe el riesgo de que la presencia de estos factores no sea tan corta como pudiera desearse. Mientras no se endurezcan las condiciones de financiación, una mayor inflación puede aliviar la carga de la deuda. Sin embargo, un prolongado aumento de la inflación podría dar lugar a unas condiciones de financiación más restrictivas y a un aumento de los costes de los préstamos.

La evolución de los mercados de la vivienda requiere un estrecho seguimiento. Los elevados precios de la vivienda representan un riesgo, especialmente si se combina con un elevado endeudamiento de los hogares, agravado por ajustes inciertos en el mercado de trabajo. Esto pone en riesgo la capacidad de los hogares de cumplir sus obligaciones hipotecarias. El aumento de los tipos de interés podría ejercer una presión adicional sobre la capacidad de reembolso de las hipotecas y tener repercusiones en el sector bancario. El continuo aumento de los precios, a medida que continúe la recuperación, podría alimentar las presiones salariales e impulsar un aumento del endeudamiento hipotecario. La asequibilidad de la vivienda se ha deteriorado en los últimos años, con consecuencias macroeconómicas potencialmente

adversas, vinculadas a la disminución del consumo privado, la movilidad laboral y la desviación del crédito hacia inversiones que no fomentan la productividad.

La reducción de los elevados niveles de endeudamiento público y privado depende fundamentalmente de que la recuperación se convierta en una expansión sostenida, lo que requiere inversiones productivas. Una recuperación sostenida depende de una postura política favorable y de una retirada oportuna de las extraordinarias políticas de apoyo adoptadas durante la crisis. Una expansión económica sostenida depende del refuerzo de la resiliencia económica y social, lo que requiere la aplicación de reformas e inversiones adecuadas. Se necesitan inversiones que fomenten la productividad para impulsar el crecimiento a medio plazo y apoyar las transformaciones estructurales necesarias para lograr la transición ecológica y digital en un contexto de cambio demográfico. Esto es tanto más importante cuanto que varios países se caracterizan por un elevado endeudamiento público y privado, y un crecimiento potencial relativamente bajo, lo que dificulta la reducción de los altos niveles de endeudamiento. En una situación de elevada deuda pública, es necesario mejorar la composición de los gastos y los ingresos para crear el espacio desde el que se realiza la inversión pública, ya que el desapalancamiento, sobre la base de una estrategia creíble de ajuste de la política fiscal, también es necesario para garantizar el margen adecuado para hacer frente a cualquier crisis futura. Al mismo tiempo, la inversión privada puede verse obstaculizada por las necesidades de desapalancamiento de las empresas. La aplicación efectiva de los planes de recuperación y resiliencia tiene un papel importante que desempeñar en el apoyo a la inversión pública y privada, contribuyendo así a superar el impacto a largo plazo de la pandemia y abriendo la senda hacia un crecimiento y una resiliencia más sólidos. El nuevo MRR, en combinación con los Fondos Estructurales y de Inversión Europeos, promoverá una recuperación orientada a las inversiones y su aplicación efectiva hará que la economía de la UE sea más sostenible, inclusiva y resiliente, y esté mejor preparada para la transición ecológica y digital, en consonancia con los objetivos de la Unión a este respecto.

La pandemia ha puesto de relieve el papel positivo de la política fiscal discrecional anticíclica, las políticas monetarias de apoyo y la coordinación europea en la respuesta a la crisis económica. La crisis de la COVID-19 ha demostrado que tener una gran reacción de política fiscal discrecional puede ser eficaz para mitigar el impacto inmediato de una gran perturbación y sentar las bases de un repunte rápido. El esfuerzo fiscal nacional inmediato se vio reforzado por el uso de la flexibilidad existente dentro de los marcos normativos de la UE. La reacción colectiva fomentó la confianza. Las medidas de política monetaria contribuyeron a mantener unas condiciones de financiación favorables para todos los sectores de la economía a lo largo de la pandemia, sustentando la actividad económica y salvaguardando la estabilidad de los precios a medio plazo. Los efectos de las políticas fiscales y monetarias se refuerzan mutuamente y han sido cruciales para amortiguar el impacto de la crisis y apoyar la recuperación. Aunque se espera que la política monetaria siga siendo acomodaticia en los próximos años, los bajos tipos de interés y el reciente aumento de la inflación limitan la posibilidad de relajar más la política monetaria. Por tanto, es posible que la política fiscal deba mantener un papel estabilizador si surgen riesgos de revisión a la baja si bien una política presupuestaria prudente en épocas normales crea confianza en la eficacia de la política presupuestaria en tiempos de crisis.

Sigue siendo esencial prevenir y corregir los desequilibrios macroeconómicos. En primer lugar, una débil recuperación económica podría provocar un repunte de las quiebras empresariales que causen la pérdida de puestos de trabajo, así como un aumento de las solicitudes de garantías relacionadas con la crisis para los préstamos a las empresas y una reducción de la inversión. En segundo lugar, una evolución económica adversa podría acentuar los círculos viciosos entre la deuda soberana y los bancos. En tercer lugar, el auge de los precios de los activos y de la vivienda podría aumentar la vulnerabilidad de los hogares debido al auge insostenible de los precios de los activos. Estos riesgos pueden afectar negativamente a la sostenibilidad de la deuda pública y limitar el margen de maniobra de la política fiscal frente a retos futuros. Corregir la acumulación de vulnerabilidades también ayudará a consolidar la recuperación y a reforzar el crecimiento a largo plazo. Unas estructuras económicas más similares y unos ciclos económicos más sincronizados contribuirán a aumentar la eficacia de la política monetaria común.

Al promover una recuperación que fomente las inversiones, el MRR contribuirá a la estabilidad macroeconómica. La aplicación efectiva de los planes de recuperación y resiliencia hará que la economía de la UE sea más sostenible, inclusiva y resiliente, y esté mejor preparada para la transición ecológica y digital. También contribuirá a mitigar el riesgo de se produzcan divergencias dentro de la UE, ya que las

subvenciones del MRR están dirigidas a los Estados miembros que tienen un PIB per cápita más bajo y un desempleo más elevado, y se han visto más afectados por la crisis de la COVID-19. Además, a diferencia de lo ocurrido en los años posteriores a la crisis financiera mundial, la recuperación tras la pandemia estará impulsada por una mayor inversión pública. Las subvenciones del MRR financiarán proyectos de inversión de alta calidad y permitirán reformas que mejoren la productividad, sin dar lugar a mayores ratios nacionales entre el déficit y la deuda. Se estima que estas subvenciones y otras fuentes de financiación de la UE impulsarán la inversión pública en los Estados miembros en una media de aproximadamente el 0,5 % del PIB anual en 2021 y 2022.

Prevenir y corregir los desequilibrios macroeconómicos aumenta la capacidad de los Estados miembros para responder a las perturbaciones y apoya la convergencia económica. Corregir o prevenir la acumulación de desequilibrios también ayudará a consolidar la recuperación y a reforzar el crecimiento a largo plazo. Los países que ya sufren desequilibrios deben reanudar su trayectoria de corrección previa a la pandemia, respaldada por políticas para impulsar el crecimiento potencial. La reducción de los desequilibrios también puede generar efectos indirectos positivos entre países. Una integración económica y financiera más profunda y unos ciclos económicos más sincronizados contribuirán a aumentar la eficacia de la política monetaria común, especialmente la de los miembros de la zona del euro, lo que les permitirá responder mejor a los retos futuros.

El presente IMA llega a la conclusión de que está justificada la realización de exámenes exhaustivos a doce Estados miembros: Alemania, Chipre, Croacia, España, Francia, Grecia, Irlanda, Italia, los Países Bajos, Portugal, Rumanía y Suecia. Estos Estados miembros fueron objeto de un examen exhaustivo en el anterior ciclo anual de supervisión del PDM y se consideró que presentaban desequilibrios (Alemania, Croacia, España, Francia, Irlanda, Países Bajos, Portugal, Rumanía y Suecia) o desequilibrios excesivos (Chipre, Grecia e Italia). Los nuevos exámenes exhaustivos evaluarán cómo han evolucionado esos desequilibrios, analizando su gravedad, su evolución y la respuesta política de los Estados miembros, con vistas a actualizar las evaluaciones existentes y evaluar las posibles necesidades políticas pendientes. En la sección 3 se ofrece un resumen de cómo han evolucionado esos desequilibrios y en la sección 4 se detalla la información específica por país.

Además, varios Estados miembros que no fueron objeto de exámenes exhaustivos en la ronda anterior muestran evoluciones que merecen especial atención. Eslovaquia se caracteriza por un fuerte crecimiento de los precios de la vivienda, junto con un aumento sostenido, aunque lento, del endeudamiento de los hogares. Las exportaciones se concentran notablemente en unos pocos sectores específicos y se han producido pérdidas de competitividad de costes, pero hasta ahora las cuotas de mercado de las exportaciones no se han visto afectadas negativamente. En el caso de Hungría, merece atención la interacción entre el endeudamiento público y la financiación externa en un contexto de significativa exposición de la deuda en moneda extranjera. El crecimiento de los precios de la vivienda ha sido fuerte. Las presiones sobre la competitividad de costes están aumentando, pero hasta ahora las cuotas de mercado de las exportaciones no se han visto afectadas negativamente.

También es necesario vigilar la evolución de los riesgos en otros Estados miembros, en muchos casos vinculados a los mercados de la vivienda. En el caso de Dinamarca y Luxemburgo, la evolución del mercado de la vivienda apunta a una acumulación de riesgos. Si bien los cambios de preferencias, las condiciones financieras favorables y la contracción de la oferta pueden sostener el crecimiento de los precios de la vivienda, no puede descartarse el riesgo de una corrección a la baja, con posibles implicaciones para la economía en general. Chequia se caracteriza por un fuerte crecimiento de los precios de la vivienda y unas pérdidas persistentes de competitividad de costes que han sido significativas desde hace algunos años. En Malta, el aumento de la deuda privada, junto con las deficiencias del marco de insolvencia, crean vulnerabilidades particulares. El seguimiento y la supervisión deben seguir de cerca la evolución de la situación en estos seis Estados miembros y determinar si son coherentes con la estabilidad macroeconómica y contribuyen a ella. En la actualidad, no es necesario equilibrar los riesgos para un examen exhaustivo. En la sección 4 se ofrece más información sobre la evolución específica de cada país.

1. CONTEXTO MACROECONÓMICO Y EVOLUCIÓN DE LOS DESEQUILIBRIOS EN LA ZONA DEL EURO

Contexto económico

El presente IMA se ha elaborado en el contexto económico de la pandemia de COVID-19. El impacto inicial de la pandemia provocó una fuerte recesión, ya que las medidas restrictivas para contener la propagación del virus tuvieron una gran repercusión en la actividad económica en 2020. El resultado fue una retracción del PIB del 5,9 % en la UE y del 6,4 % en la zona del euro en 2020, con fuertes variaciones entre países. Algunos países registraron caídas alrededor o por encima de la marca de dos dígitos, mientras que otros experimentaron recesiones leves. La mejora de la situación sanitaria permitió reducir la contención a partir del segundo trimestre de 2020, cuando se inició la recuperación. Las distintas olas de la pandemia provocaron una recuperación desigual hasta principios de 2021. El despliegue de la vacunación, junto con una estrategia de contención eficaz y específica, así como las amplias medidas de apoyo público, permitieron una mayor movilidad y una recuperación de la actividad económica más sólida de lo previsto a partir de la primavera de 2021. En general, las previsiones del otoño de 2021 de la Comisión apuntan a un aumento del PIB del 5 % en la zona del euro en 2021 y del 4,3 % en 2022. Se prevé que la mayoría de los Estados miembros se acerquen a sus niveles de producción anteriores a la crisis a finales de 2021, y solo unos pocos países alcanzarán dichos niveles el próximo año (gráfico 1.1 a). ⁽¹⁾

Aunque el impacto quedó mitigado por actuaciones políticas decisivas, la pandemia ha exacerbado las divergencias entre los países de la zona del euro. Esto refleja el impacto desigual de la pandemia y las diferencias en las estructuras económicas. Los servicios en los que se producen muchos contactos entre personas se han visto más afectados por las restricciones que el sector secundario. Esto ha dado lugar a una amplia divergencia en los resultados económicos, tanto dentro de los países como entre ellos. Los países que tienen sectores turísticos transfronterizos importantes, y que se han visto especialmente afectados por las restricciones a la movilidad, experimentaron una contracción del PIB más acusada que la media, junto con importantes deterioros de sus cuentas exteriores. Este es el caso de Grecia, Portugal y España. La recesión también ha afectado duramente a países con una deuda interna elevada, como Francia e Italia (véase el gráfico 1.1 b). También se trata de países con algunas de las deudas privadas, gubernamentales o externas más elevadas de la UE. Se prevé que la recuperación sea más lenta en algunos de estos países.

Una respuesta política excepcional ha sido crucial para amortiguar el impacto de la crisis de la COVID-19 y para apoyar la recuperación, al tiempo que ha tenido un impacto positivo en la estabilidad macroeconómica. Los gobiernos han prestado un apoyo de política fiscal sin precedentes para proteger el empleo y los ingresos y apoyar a las empresas, reduciendo así el riesgo de quiebras empresariales. Se concedieron moratorias a hogares y empresas sobre los pagos de impuestos y los reembolsos de deudas, y se concedieron garantías públicas para los préstamos bancarios. Como consecuencia de ello, en 2020, la renta bruta disponible de los hogares fue prácticamente constante en el conjunto de la UE, a pesar de la acusada recesión. La tasa de desempleo de la UE aumentó solo 0,4 puntos porcentuales y las quiebras de empresas fueron muy contenidas, ya que gran parte del impacto fue absorbido por los gobiernos.

En la UE, se llevó a cabo una coordinación de las respuestas políticas sin precedentes. La cláusula general de salvaguardia del Pacto de Estabilidad y Crecimiento se activó inmediatamente después del brote de la pandemia, apoyando las medidas fiscales. El Acuerdo sobre el Marco Temporal relativo a las

⁽¹⁾ Comisión Europea, «Previsiones Económicas Europeas, otoño de 2021», Documento institucional 160, noviembre de 2021. Véase también Croitorov O. *et al.* (2021), *The macroeconomic impact of the COVID-19 pandemic in the euro area* («El impacto macroeconómico de la pandemia de COVID-19 en la zona del euro», documento en inglés), Informe trimestral sobre la zona del euro, DG ECFIN, Comisión Europea, Vol. 20, N.º 2, Parte I.

medidas de ayuda estatal permitió a los Estados miembros hacer uso de toda la flexibilidad prevista en las normas sobre ayudas estatales. El Instrumento Europeo de Apoyo Temporal para Atenuar los Riesgos de Desempleo en una Emergencia (SURE) protegió los mercados de trabajo. Las Iniciativas de Inversión en Respuesta al Coronavirus (IIRC y IIRC+) y REACT-UE movilizaron y complementaron los fondos de la política de cohesión para apoyar al sector de la salud pública, a las empresas y a la población más vulnerable. Los instrumentos financieros fueron facilitados por el Mecanismo Europeo de Estabilidad y el Banco Europeo de Inversiones. La aplicación efectiva de las reformas y las inversiones del Mecanismo de Recuperación y Resiliencia (MRR) harán que la economía de la UE sea más sostenible, inclusiva y resiliente, y esté mejor preparada para la transición ecológica y digital, en consonancia con los objetivos de la Unión a este respecto.

Una respuesta concertada de la política monetaria mundial dio lugar a unas condiciones financieras acomodaticias. El Banco Central Europeo (BCE) aplicó una amplia gama de medidas para mantener la estabilidad financiera y garantizar el buen funcionamiento de los mercados financieros. Proporcionó liquidez adicional a los bancos, flexibilizó los requisitos en materia de garantías y realizó importantes adquisiciones adicionales de activos de los sectores público y privado. La orientación acomodaticia de la política monetaria respaldó el clima favorable de los mercados financieros y contribuyó a evitar una restricción del crédito, y las valoraciones en muchos mercados de renta fija y de renta variable superaron los niveles anteriores a la pandemia. Junto con factores a más largo plazo, como el exceso de ahorro sobre la inversión en la zona del euro, entre otros, la elevada liquidez del mercado garantizó unos costes de la deuda soberana bajos, en algunos casos incluso más bajos que antes del inicio de la crisis, y se redujeron los diferenciales dentro de la zona del euro. Las expectativas de una fuerte recuperación se sumaron al clima positivo de los mercados, reforzado por el avance de la evolución de las vacunas en otoño de 2020.

Las condiciones financieras se mantienen en niveles históricamente bajos, pero se deben vigilar los signos de endurecimiento. Aunque aumentó ligeramente en 2021, el rendimiento de la deuda soberana se mantiene habitualmente muy por debajo de las medias históricas. Los gobiernos con las calificaciones más elevadas disfrutaban de tipos de interés negativos o cercanos a cero sobre su deuda, mientras que en algunos Estados miembros, especialmente fuera de la zona del euro, se han producido algunos aumentos. Las condiciones de financiación asequibles, aunque ligeramente endurecidas, han sido evidentes en los mercados de renta fija privada y los tipos de interés aplicados por los bancos a los préstamos se han situado en mínimos históricos o próximos a los mismos en la UE. El euro se apreció en el segundo semestre de 2020, antes de caer ligeramente, y esto se reflejó en las monedas de algunos países no pertenecientes a la zona del euro.

La inflación repuntó en 2021, pero se espera que el repunte sea mayormente transitorio. En los últimos meses, la inflación general en la zona del euro alcanzó su nivel más elevado en diez años tras permanecer en niveles inferiores por debajo de los objetivos marcados durante casi un decenio. La inflación ha sido superior a los objetivos fijados en varios Estados miembros no pertenecientes a la zona del euro. Las subidas de los precios de la energía han contribuido en gran medida al aumento y la inflación básica ha aumentado menos. Se espera que el repunte de la inflación sea, en su mayor parte, transitorio, aunque no necesariamente de corta duración. Algunas fricciones vinculadas al abandono de los combustibles fósiles pueden tardar en resolverse. La reapertura económica ha supuesto un marcado aumento de la demanda, pero la actividad se ve limitada por los estrangulamientos de la oferta. Es probable que el aumento de los costes se transmita en cierta medida a algunos precios de consumo, aunque su alcance es incierto. Además, la reducción de los márgenes de beneficios puede absorber parte del aumento. Los riesgos de una evolución sostenida de la inflación parecen actualmente bajo control, ya que las expectativas de inflación en la zona del euro siguen estando bien ancladas y reflejan, en líneas generales, el retorno a las tendencias anteriores a la pandemia. Sin embargo, los ajustes estructurales, incluida la reacción de los patrones de consumo ante la pandemia y la escasez de mano de obra cualificada específica de las industrias, pueden afectar a los precios relativos y a los salarios, lo que puede aumentar la volatilidad de la inflación. Un prolongado aumento de la inflación podría conllevar cambios en el calendario de normalización de la política monetaria y dar lugar a unas condiciones financieras más restrictivas y a un aumento de los costes de los préstamos.

La economía de la UE se está recuperando más rápidamente de lo previsto, pero las perspectivas económicas siguen siendo inciertas. En toda la UE, el éxito de las campañas de vacunación ha reducido la necesidad de medidas de contención energéticas para hacer frente a futuras oleadas de infecciones. A

nivel mundial, los riesgos relacionados con la pandemia siguen presentes debido a que el ritmo de vacunación es más lento. El comercio aún se está recuperando de las restricciones inducidas por la pandemia y se ha visto frenado por los estrangulamientos de la oferta, que afectan a actividades muy integradas en las cadenas de valor mundiales. Las reorientaciones duraderas de las cadenas de valor generan costes y pueden entrañar riesgos y oportunidades para los países de la UE. La erosión de la rentabilidad de las empresas y el aumento del apalancamiento han reducido la inversión privada. Esto puede frenar la recuperación y obstaculizar el desapalancamiento de las empresas. La retirada de las políticas de apoyo puede conducir a una revisión de la valoración del riesgo. La incertidumbre podría aumentar la volatilidad de los mercados financieros y tener efectos adversos sobre los precios de los activos financieros e inmobiliarios, dada la desvinculación general de los precios de los valores con respecto a las variables económicas fundamentales. ⁽²⁾ ⁽³⁾ ⁽⁴⁾ Visto por el lado positivo, un avance más rápido en el control de la pandemia a nivel mundial y la aplicación de reformas e inversiones ambiciosas y coordinadas en toda la UE podrían sentar las bases de una recuperación sostenida.

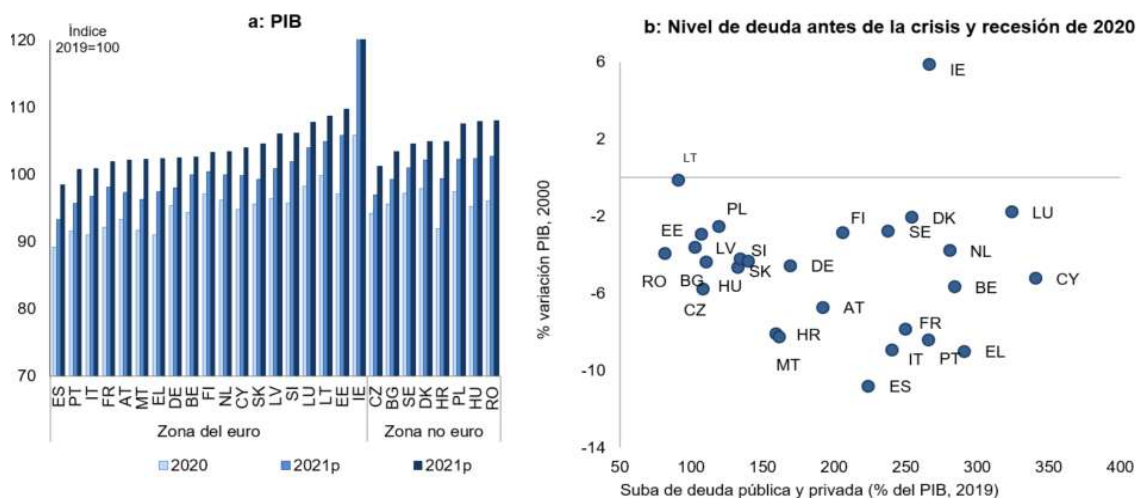
La fuerte recuperación favorece la estabilidad macroeconómica, pero los efectos secundarios de la recesión pueden aparecer más adelante y seguir planteando riesgos. En un contexto de fuerte crecimiento del PIB, se han estabilizado o están disminuyendo ligeramente las elevadas ratios de deuda pública y privada en la mayoría de los países de la UE, tras haber aumentado notablemente el año pasado. La supresión de las políticas de apoyo expondrá inevitablemente posibles vulnerabilidades subyacentes en las industrias y zonas más afectadas por la COVID-19. La supresión de las moratorias sobre el reembolso de la deuda podría dificultar el pago de las deudas de empresas y hogares, y dar lugar a insolvencias empresariales y desempleo. Las interrelaciones entre la deuda soberana y la deuda privada y el sector financiero son un mecanismo de transmisión de riesgos. El deterioro de la calidad de los activos públicos y privados puede afectar a los balances de las instituciones financieras, cuya baja rentabilidad ha seguido disminuyendo como consecuencia de la pandemia. Las dificultades para el pago de la deuda pueden reducir la inversión, la renta y el consumo de los hogares, moderando el crecimiento económico y socavando el desapalancamiento. La pandemia ha provocado un deterioro de la competitividad de costes en una serie de países con fuertes aumentos de los costes laborales ya antes de la crisis, que en algunos casos pueden seguir subiendo según las previsiones. Los precios de la vivienda crecen a su ritmo más rápido en más de un decenio, sin interrupción o incluso acelerándose durante la pandemia. A diferencia de los aumentos del endeudamiento, es poco probable que la recuperación económica dé lugar a una corrección de los precios de la vivienda, aunque pueden solucionarse algunos problemas de oferta a corto plazo. La aceleración de los precios de la vivienda es motivo de preocupación para la estabilidad macroeconómica, especialmente cuando va acompañada de una elevada deuda de los hogares y de un fuerte crecimiento del crédito. El empeoramiento de la asequibilidad de la vivienda puede tener costes económicos al reducir el consumo y socavar la movilidad laboral. Al mismo tiempo, las correcciones del precio de los bienes inmuebles y de otros activos podrían provocar un deterioro de los balances de las entidades financieras.

⁽²⁾ Autoridad Europea de Valores y Mercados (2021), Cuadro de riesgos de la ESMA, 3 de junio de 2021. https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/esma50-165-1761_risk_dashboard_no_1_2021.pdf.

⁽³⁾ El endurecimiento de la política monetaria por parte de la Reserva Federal también podría afectar a las condiciones de financiación del sector empresarial de la zona del euro, especialmente teniendo en cuenta que la globalización ha alterado el mecanismo de transmisión de la política monetaria y sus efectos indirectos en el exterior, y que la política monetaria de la Reserva Federal tiene un impacto considerable en variables financieras exteriores, como los diferenciales de los valores de renta fija privada. C'Zorzi M. *et al.* (2021), *Making waves – Fed spillovers are stronger and more encompassing than the ECB's* («Creando olas – Los efectos indirectos de la Reserva Federal son más fuertes e integrales que los del BCE», documento en inglés), Boletín de investigación n.º 83 del BCE, 15 de abril de 2021, <https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-research/resbull/2021/html/ecb.rb210415~8639b73bb6.en.html>.

⁽⁴⁾ Véase también el Informe sobre la estabilidad financiera mundial del FMI (2021), octubre de 2021.

Gráfico 1.1: PIB en relación con los niveles previos a la pandemia y los niveles de deuda anteriores a la crisis y la recesión de la COVID-19



Fuente: Previsiones económicas del otoño de 2021 de AMECO, Eurostat y la Comisión Europea.

Efectos indirectos y cuestiones de ajuste de la zona del euro ⁽⁵⁾

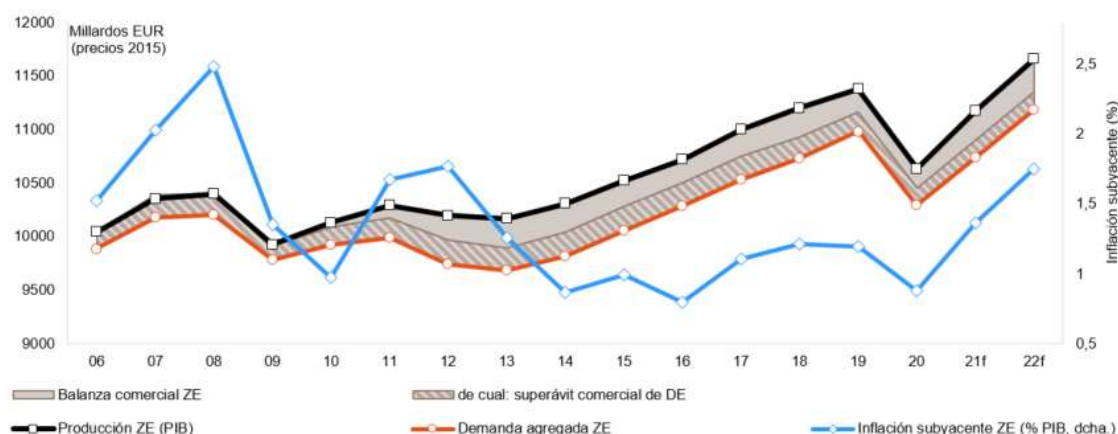
La crisis de la COVID-19 ha exacerbado los desequilibrios en la zona del euro. La mayoría de los países más afectados por la crisis de la COVID-19 fueron los que iniciaron la pandemia con un aumento de la deuda pública, del sector privado o externa, agravada en algunos casos por un bajo crecimiento potencial del PIB. La crisis de la COVID-19 ha afectado notablemente a las posiciones exteriores de los países deudores netos con grandes sectores turísticos, con efectos más limitados en las cuentas exteriores de otros países. Algunos de los países más afectados por la recesión se están recuperando rápidamente, pero la recuperación en otros progresa más lentamente. Esto sugiere que el crecimiento económico puede contribuir menos a corregir los desequilibrios relacionados con los stocks, al menos en un futuro próximo, y destaca la importancia de unas reformas e inversiones eficaces para abordar las deficiencias estructurales e impulsar el PIB potencial en el futuro. ⁽⁶⁾

La balanza comercial de la zona del euro aumentó ligeramente en 2020, ya que la producción disminuyó paralelamente a la caída de la demanda. Tanto las exportaciones como las importaciones de bienes y servicios disminuyeron en 2020. El superávit del comercio de bienes se fortaleció, respaldado en gran medida por la caída de los precios de la energía, mientras que el superávit de la balanza de servicios disminuyó, debido principalmente a la disminución de los viajes internacionales. En general, esto interrumpió la reducción del superávit comercial de la zona del euro que comenzó en 2017. Se prevé que la balanza comercial aumente ligeramente en 2021 y se mantenga prácticamente constante en 2022 (gráfico 1.2). En 2021, a pesar de la todavía considerable brecha de producción, se espera que la inflación básica de la zona del euro (inflación general excepto la de la energía y los alimentos no elaborados) repunte, manteniéndose por debajo del objetivo fijado para la inflación general.

⁽⁵⁾ 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.

⁽⁶⁾ Véase también E. Meyermans, V. Rutkauskas y W. Simons (2021), *The uneven impact of the COVID-19 pandemic across the euro area* («El impacto desigual de la pandemia de COVID-19 en la zona del euro»), Informe trimestral sobre la zona del euro, DG ECFIN, Comisión Europea, vol. 20, n.º 2, parte II.

Gráfico 1.2: Producción, demanda interna, balanza comercial e inflación básica de la zona del euro



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.

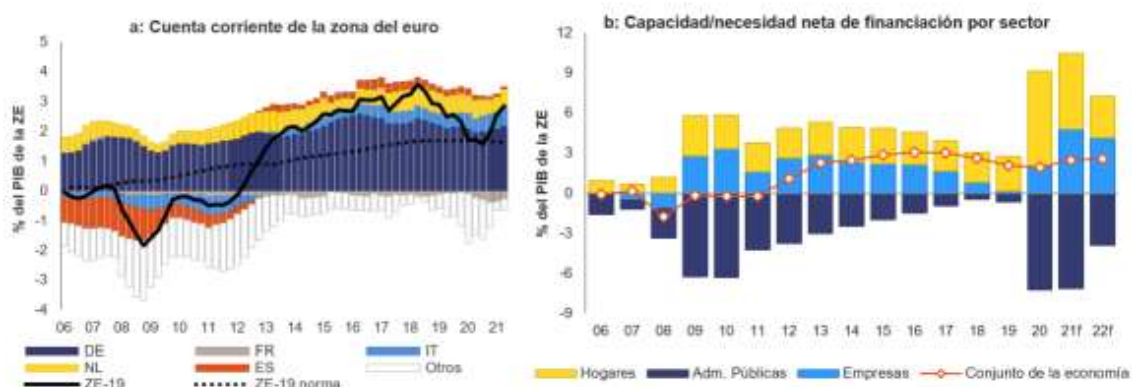
Fuente: Previsiones económicas del otoño de 2021 de AMECO y de la Comisión Europea.

El superávit de la balanza de pagos por cuenta corriente de la zona del euro continuó disminuyendo gradualmente en 2020 hasta alcanzar un nivel coherente con el sugerido por las variables económicas fundamentales de la zona del euro, pero está aumentando de nuevo en 2021. En 2020, la balanza de pagos por cuenta corriente registró un superávit del 2 % del PIB (Gráfico 1.3 a).⁽⁷⁾ A pesar del ligero aumento de la balanza comercial, un ligero descenso de la balanza de rentas provocó la pequeña disminución de la balanza de pagos por cuenta corriente. Tanto la balanza de pagos por cuenta corriente ajustada en función del ciclo como la balanza de pagos por cuenta corriente ajustada en función del ciclo, equivalentes al 1,6 % del PIB, se aproximaron a la norma de la balanza de pagos por cuenta corriente que refleja las variables económicas fundamentales de la zona del euro, estimadas en el 1,7 % del PIB.⁽⁸⁾ Que reflejaba una mayor contención de la demanda interna que en la mayoría de los socios comerciales. Sin embargo, los datos correspondientes al primer semestre de 2021 muestran un aumento del superávit por cuenta corriente de la zona del euro, impulsado principalmente por el aumento de la balanza comercial de los servicios. En conjunto, actualmente se prevé que en 2021 la balanza de pagos por cuenta corriente de la zona del euro retorne al nivel de 2019. Esto refleja la vuelta de la diferencia entre el PIB y la demanda agregada a su nivel anterior a la pandemia y, por tanto, la persistencia de una demanda interna moderada (gráfico 1.2).

⁽⁷⁾ El superávit por cuenta corriente de la zona del euro superávit mencionado y utilizado aquí se calcula 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 de pagos 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.

⁽⁸⁾ La estimación del modelo del FMI de la norma de la balanza de pagos por cuenta corriente de la zona del euro se situó en el 1 % del PIB en 2020 [véase el informe del FMI sobre el sector exterior (2021), agosto de 2021], lo que implicaría una diferencia del 0,8 % del PIB con respecto a la balanza de pagos por cuenta corriente ajustada en función del ciclo (equivalente al 1,8 % del PIB en su informe). Sin embargo, tras realizar ajustes para tener en cuenta el impacto transitorio de la crisis de la COVID-19, la brecha estimada se reduce al 0,6 %.

Gráfico 1.3: Balanza de pagos por cuenta corriente de la zona del euro por países; y capacidad y necesidad de financiación neta por sectores

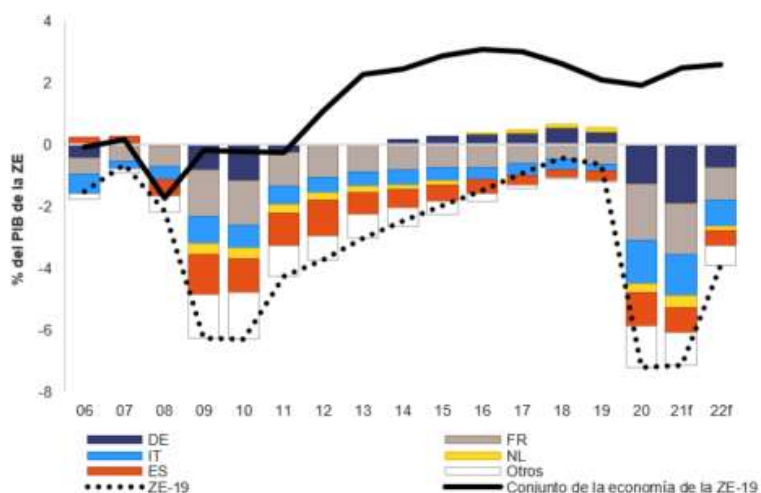


Notas: panel b) En los años anteriores a 2021, las cifras relativas al conjunto de la economía de la zona del euro corresponden a la capacidad/necesidad de financiación neta en los datos de Eurostat sobre la balanza de pagos. Las cifras relativas al conjunto de la economía de la zona del euro para 2021 y 2022 corresponden a la suma de las previsiones del otoño de 2021 de la Comisión Europea sobre la balanza de pagos por cuenta corriente (ajustada) y las cifras de la cuenta de capital. Los datos de 2021 y 2022 sobre los hogares y el sector empresarial se calculan sumando todos los países de la zona del euro menos Malta, sobre la cual no se dispone de datos.

Fuente: Balanza de pagos de Eurostat, AMECO y previsiones económicas del otoño de 2021 de la Comisión Europea.

En 2020, los principales cambios en los saldos exteriores fueron de carácter sectorial y no geográfico. Los superávits por cuenta corriente de los mayores contribuyentes al superávit de la zona del euro, Alemania y los Países Bajos (gráfico 1.3 a), siguieron disminuyendo en 2020. La contribución positiva de Italia, así como la contribución negativa de Francia, aumentaron ligeramente. El aumento del superávit de la zona del euro en el primer semestre de 2021 estuvo determinado, en gran medida, por un aumento de la balanza de pagos por cuenta corriente de Irlanda. Las contribuciones de Alemania y los Países Bajos al superávit de la zona del euro también aumentaron y volvieron a sus niveles de 2019. La parte del superávit de Italia siguió aumentando y alcanzó la de los Países Bajos. Actualmente, se prevé que la composición geográfica del superávit de la zona del euro se mantenga generalmente estable en el futuro. En cambio, las contribuciones sectoriales a la balanza exterior cambiaron sustancialmente en 2020 (gráfico 1.3 b). El aumento del ahorro de los hogares y, en menor medida, de las empresas, se vio compensado por unas políticas fiscales expansionistas sólidas. Se prevé que la capacidad de financiación neta del sector privado siga creciendo en 2021, impulsada principalmente por el sector empresarial y a pesar de la caída del ahorro por motivos de precaución y del aumento del consumo por parte de los hogares. Se prevé que la necesidad de financiación neta del sector público se mantenga prácticamente sin cambios, y que el gran aumento del déficit alemán contribuya notablemente a la gran necesidad de financiación neta de la zona del euro (gráfico 1.4). En 2022, se espera que los gobiernos estrechen sustancialmente sus posiciones (véase también la sección 2.4 sobre el sector público). Como se prevé un

Gráfico 1.4: Distribución geográfica de la necesidad de financiación neta del sector público de la zona del euro



Nota: En los años anteriores a 2021, las cifras relativas al conjunto de la economía de la ZE-19 corresponden a la capacidad/necesidad de financiación neta en los datos de Eurostat sobre la balanza de pagos. Las cifras relativas al conjunto de la economía de la ZE-19 para 2021 y 2022 corresponden a la suma de las previsiones del otoño de 2021 de la Comisión Europea sobre la balanza de pagos por cuenta corriente (ajustada) y las cifras de la cuenta de capital.

Fuente: Balanza de pagos de Eurostat y AMECO.

descenso de magnitud similar para la capacidad de financiación neta del sector privado, se prevé que la posición exterior se mantenga estable.

Respuesta normativa

La pandemia ha puesto de relieve el papel positivo de la política fiscal discrecional anticíclica, las políticas monetarias de apoyo y la coordinación europea en la respuesta a la crisis económica. La crisis de la COVID-19 ha demostrado que tener una gran reacción de política fiscal discrecional puede ser eficaz para mitigar el impacto inmediato de una gran perturbación y sentar las bases de un repunte rápido. El esfuerzo fiscal nacional inmediato se vio reforzado por la relajación de los marcos normativos de la UE. La reacción colectiva fomentó la confianza económica generalizada. Las medidas de política monetaria contribuyeron a mantener unas condiciones de financiación favorables para todos los sectores de la economía a lo largo de la pandemia, sustentando la actividad económica y salvaguardando la estabilidad de los precios a medio plazo. Los efectos de las políticas fiscales y monetarias se refuerzan mutuamente y han sido cruciales para amortiguar el impacto de la crisis y apoyar la recuperación. Aunque las condiciones de financiación deberían mantenerse favorables, los bajos tipos de interés y el reciente aumento de la inflación limitan la posibilidad de relajar más la política monetaria. Por tanto, es posible que la política fiscal deba mantener un papel estabilizador si surgen riesgos de revisión a la baja si bien una política presupuestaria prudente en épocas normales crea confianza en la eficacia de la política presupuestaria en tiempos de crisis.

Sigue siendo esencial prevenir y corregir los desequilibrios macroeconómicos. En primer lugar, una débil recuperación económica podría provocar un repunte de las quiebras empresariales que causen la pérdida de puestos de trabajo, así como un aumento de las solicitudes de garantías relacionadas con la crisis para los préstamos a las empresas y una reducción de la inversión. En segundo lugar, una evolución económica adversa podría acentuar los círculos viciosos entre la deuda soberana y los bancos. En tercer lugar, el auge de los precios de los activos y de la vivienda podría aumentar la vulnerabilidad de los hogares debido al auge insostenible de los precios de los activos.⁽⁹⁾ Estos riesgos pueden afectar negativamente a la sostenibilidad de la deuda pública y limitar el margen de maniobra de la política fiscal frente a retos futuros. Corregir la acumulación de vulnerabilidades también ayudará a consolidar la recuperación y a reforzar el crecimiento a largo plazo. Unas estructuras económicas más similares y unos ciclos económicos más sincronizados contribuirán a aumentar la eficacia de la política monetaria común.

La reducción de los elevados niveles de endeudamiento público y privado depende fundamentalmente de que la recuperación se convierta en una expansión sostenida, lo que requiere inversiones productivas. La primera depende de una postura política favorable durante la recuperación y de una retirada oportuna de las extraordinarias políticas de apoyo adoptadas durante la crisis. La fortaleza de la expansión depende del impulso de las variables económicas fundamentales, lo que requiere la aplicación de reformas e inversiones adecuadas. Esto es tanto más importante cuanto que varios países se caracterizan por un elevado endeudamiento público y privado, y un crecimiento potencial del PIB relativamente bajo. Esto dificulta aún más la reducción de endeudamiento y exige un retorno creíble a situaciones prudentes a medio plazo cuando las condiciones económicas lo permitan.

A la luz de las interconexiones entre las economías de la zona del euro, es necesaria una combinación adecuada de políticas macroeconómicas entre los Estados miembros para sostener la recuperación, al tiempo que se corrigen los desequilibrios y se abordan los riesgos emergentes. Una expansión económica en los países acreedores netos de la zona del euro, también mediante unas condiciones de demanda favorables, no solo sería beneficiosa para los propios países, sino también para los países deudores netos, ya que un mayor crecimiento en la zona del euro fomenta el crecimiento y el desapalancamiento, así como la mejora de la posición exterior en este último grupo de países. La retirada del apoyo político extraordinario heredado de la crisis en función de las necesidades de ajuste ayudaría a este respecto. Unas mejoras marcadas y duraderas de la productividad y la competitividad en los países deudores netos también contribuirían al reequilibrio externo y ayudarían a aliviar la carga de la deuda. Una utilización eficaz de los instrumentos creados a nivel de la zona del euro y de la UE, con una puesta

⁽⁹⁾ Comisión Europea (2020), [Impact of macroeconomic developments on fiscal outcomes](#) («Impacto de la evolución macroeconómica en los resultados fiscales», documento en inglés) Informe sobre Finanzas Públicas en la UEM, Documento institucional, 133, parte III.

en práctica eficaz de las reformas y la inversión necesarias, ayudarían a fomentar una recuperación duradera y a fortalecer la resiliencia, en particular abordando los desequilibrios y los riesgos emergentes. La plena absorción de la financiación del Instrumento Next Generation EU y su canalización hacia los usos más productivos serán cruciales. Esto reforzaría los efectos económicos de los fondos y prevendría el riesgo de un crecimiento excesivo de las actividades no exportables y de los desequilibrios externos en aquellos países en los que las entradas de fondos de la UE representan un gran porcentaje del PIB.

Al promover una recuperación que fomente las inversiones y reforzar la resiliencia, la aplicación efectiva de las reformas y las inversiones en el marco del MRR contribuirá a la estabilidad macroeconómica. La aplicación efectiva de los planes de recuperación y resiliencia hará que la economía de la UE sea más sostenible, inclusiva y resiliente, y esté mejor preparada para la doble transición. También contribuirá a mitigar el riesgo de se produzcan divergencias dentro de la UE, ya que las subvenciones del MRR están dirigidas a los Estados miembros que tienen un PIB per cápita más bajo y se han visto más afectados por la crisis de la COVID-19. Al apoyar el crecimiento potencial, la aplicación de los planes de recuperación y resiliencia podría mejorar la sostenibilidad de la deuda, especialmente en los Estados miembros que se enfrentan a los mayores riesgos fiscales y a una deuda privada demasiado elevada. Además, a diferencia de lo ocurrido en los años posteriores a la crisis financiera mundial, la recuperación tras la pandemia estará impulsada por una mayor inversión pública. Las subvenciones del MRR financiarán proyectos de inversión de alta calidad y permitirán reformas que mejoren la productividad, sin dar lugar a mayores ratios nacionales entre el déficit y la deuda. Se estima que estas subvenciones y otras fuentes de financiación de la UE impulsarán la inversión pública en los Estados miembros en una media de aproximadamente el 0,5 % del PIB anual en 2021 y 2022.

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

2.1. INSTANTÁNEA DE LOS RESULTADOS DEL CUADRO DE INDICADORES

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 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], el papel de la Comisión es realizar una lectura económica de los valores del cuadro de indicadores que permita una mejor comprensión del contexto económico global y que tenga en cuenta las características específicas de cada país; los indicadores del cuadro de indicadores no se leen de forma mecánica. ⁽¹⁰⁾ Un conjunto de veintiocho indicadores auxiliares complementa la lectura del cuadro de indicadores.

Además, el presente informe utiliza previsiones, datos actuales y datos de alta frecuencia para calibrar mejor la posible evolución de los riesgos para la estabilidad macroeconómica. El cuadro de indicadores oficial del IMA contiene datos hasta 2020. Dada la considerable incertidumbre en torno al impacto total de la crisis de la COVID-19, el presente informe incluye una evaluación prospectiva de las posibles implicaciones de la crisis para la estabilidad macroeconómica y la evolución de los desequilibrios macroeconómicos existentes. Esto se ajusta al enfoque adoptado en el IMA publicado en noviembre de 2020. Los valores de las variables del cuadro de indicadores correspondientes a 2021 y años posteriores se han estimado utilizando los datos de las previsiones de la Comisión y los valores actuales se basan en datos anuales (véase el anexo 1 para más detalles). Existe una gran incertidumbre subyacente a estas previsiones, por lo que es necesario tenerlo en cuenta para respetar los principios de transparencia en relación con los análisis y los datos utilizados, así como la prudencia en las conclusiones. Además, como en años anteriores, en la evaluación del IMA 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 datos del cuadro de indicadores sugieren que la reciente corrección de los desequilibrios en términos de stocks se ha interrumpido con la crisis de la COVID-19, aunque es posible que se hayan generalizado los riesgos de sobrecalentamiento relacionados principalmente con los mercados de la vivienda. La contabilización de ciertos valores que se sitúan fuera de los umbrales en el cuadro de indicadores del IMA a lo largo de los años pone de manifiesto lo siguiente (Gráfico 2.1.1)

- La expansión económica entre 2013 y 2019 contribuyó a reducir los ratios de endeudamiento público y privado con respecto al PIB, lo que se reflejó en una disminución del número de Estados miembros que presentaron ratios de endeudamiento por encima de los umbrales hasta 2019. La crisis de la COVID-19 interrumpió esta disminución y más países han registrado, o se espera que registren, indicadores de endeudamiento privado y público por encima de los umbrales.

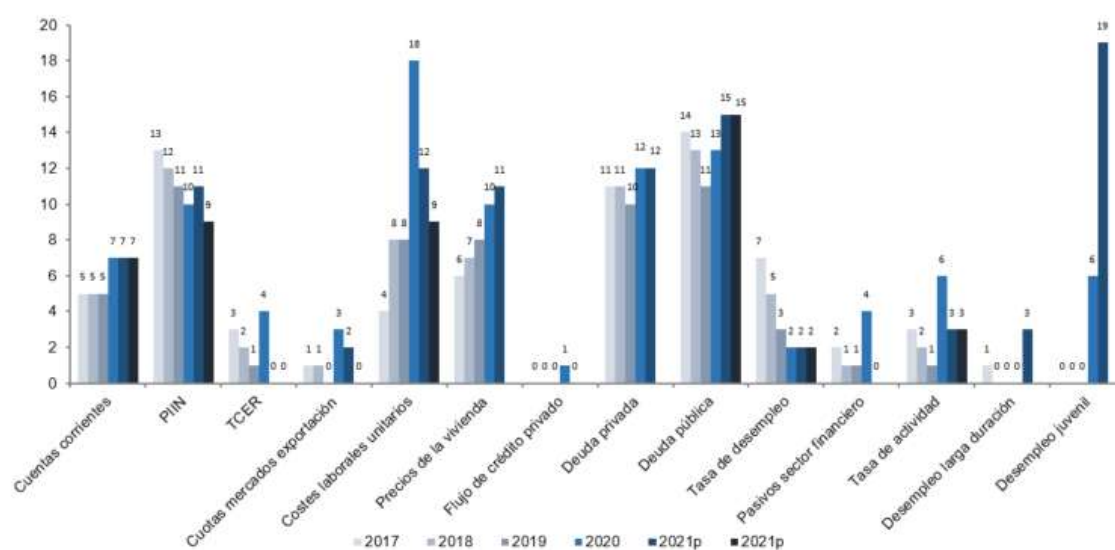
⁽¹⁰⁾ En relación con la lógica subyacente a la elaboración del cuadro de indicadores del IMA y su lectura, véase Comisión Europea (2016), *The Macroeconomic Imbalance Procedure. Rationale, Process, Application: A Compendium* («El Procedimiento del Desequilibrio Macroeconómico. Razonamiento, Proceso, Aplicación: Un Compendio», Economía Europea, Documento institucional 039, noviembre de 2016).

- La subida de los precios de la vivienda ha hecho que en los últimos años el número de indicadores de países por encima de los umbrales pertinentes sea cada vez más elevado. Este patrón se hizo claramente más visible en 2020, año en el que más países superaron el umbral.
- El crecimiento de los costes laborales unitarios (sobre la base de los cambios acumulados a lo largo de 3 años) se había situado en varios casos por encima de los umbrales antes de la crisis de la COVID-19, y los costes laborales unitarios crecieron fuertemente en 2020. Esto se debió principalmente al efecto mecánico de una productividad mucho más baja debido a la reducción de la actividad en un contexto de considerable mantenimiento preventivo de personal. Se espera que el crecimiento de los costes laborales unitarios se ralentice, ya que la recuperación debería permitir reactivar la productividad global. En 2020, creció el número de indicadores situados por encima del tipo de cambio efectivo real y de los umbrales de las cuotas de mercado de las exportaciones, pero se espera que desaparezcan con relativa rapidez.
- Un número significativo de Estados miembros tiene indicadores de cuentas corrientes (basados en promedios de 3 años) que siguen superando los umbrales superiores o inferiores. En los últimos años, ha habido más países con superávits por cuenta corriente superiores al umbral superior que países con déficits superiores al umbral inferior. La crisis de la COVID-19 no ha cambiado radicalmente los patrones de la balanza de pagos por cuenta corriente, aunque algunos países han superado marginalmente los umbrales.⁽¹¹⁾ Se espera que la recuperación contribuya a reducir el número de casos de posiciones de inversión internacional neta muy negativas en términos de PIB, lo que significaría una reanudación de la tendencia anterior a la pandemia de mejora de las posiciones exteriores.
- La crisis está teniendo repercusiones en el mercado laboral. Aunque las tasas de desempleo se han mantenido estables en general, las tasas de actividad han disminuido y han rebasado el umbral correspondiente en algunos Estados miembros en los que ha aumentado el abandono de los mercados de trabajo, lo que explica también los aumentos más moderados de las tasas generales de desempleo. El desempleo de larga duración y especialmente el desempleo juvenil están mostrando su habitual alta sensibilidad a los cambios en la situación del mercado laboral.

El resto del IMA estudia detenidamente estas y otras cuestiones conexas.

⁽¹¹⁾ El aumento del número de Estados miembros con indicadores de la balanza de pagos por cuenta corriente superiores a los umbrales entre 2019 y 2020 observado en el gráfico 2.1.1 se debe principalmente a revisiones de datos.

Gráfico 2.1.1: Número de Estados miembros con variables del cuadro de indicadores por encima del umbral



Nota: El número de países con variables del cuadro de indicadores superiores a los umbrales pertinentes 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 de los umbrales 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 2021 y 2022, véase el anexo 1. Las previsiones de los indicadores siguientes se realizan solo para 2021: precios de la vivienda, flujo del crédito privado, deuda privada, pasivos del sector financiero, desempleo de larga duración, desempleo juvenil.

Fuente: Eurostat y cálculos de los servicios de la Comisión (véase el anexo 1)

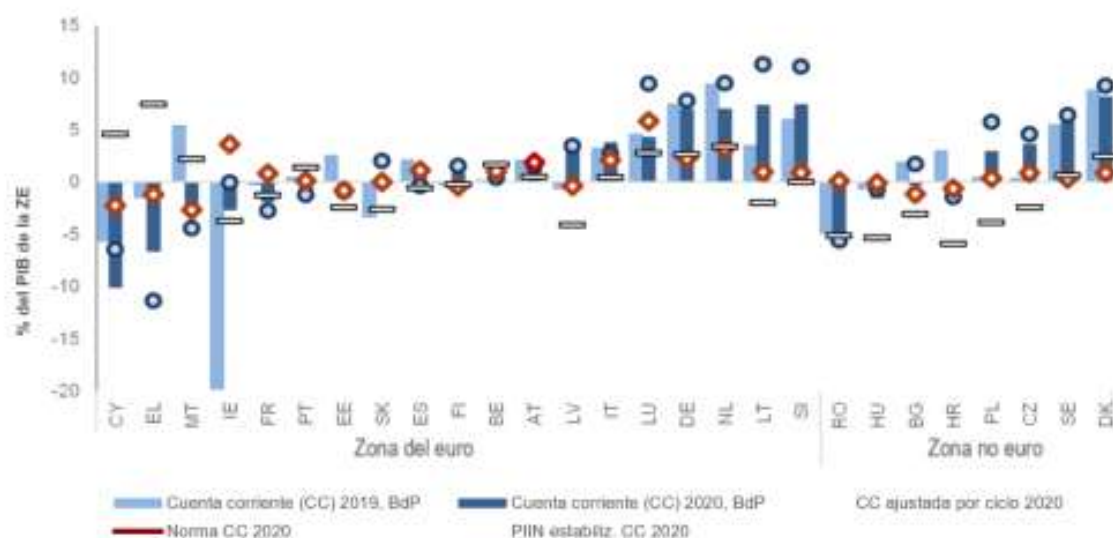
2.2. SECTOR EXTERIOR Y COMPETITIVIDAD

2.2.1. SECTOR EXTERIOR

Las balanzas de pagos por cuenta corriente de varios Estados miembros que se han caracterizado por grandes volúmenes de pasivos exteriores se vieron afectadas negativamente por la crisis de la COVID-19, mientras que los superávits por cuenta corriente de varios países siguieron siendo elevados. En toda la UE, las balanzas de pagos por cuenta corriente evolucionaron en distintas direcciones durante 2020, y los países que dependen en gran medida de las exportaciones de servicios de viaje experimentaron fuertes deterioros en sus balanzas de pagos por cuenta corriente. Entre ellos, Chipre, Croacia, Grecia y Malta y, en menor medida, España y Portugal (gráfico 2.2.1). A excepción de Malta, todos ellos estuvieron marcados por grandes volúmenes de pasivos exteriores antes de la crisis de la COVID-19. Por el contrario, se han registrado mejoras considerables en la balanza de pagos por cuenta corriente en Chequia, Letonia, Lituania y Polonia, principalmente como consecuencia del aumento de las balanzas comerciales, pero también respaldadas por el aumento de las balanzas de ingresos por inversiones, en un contexto en el que han disminuido los ingresos de los inversores extranjeros durante la crisis. Los grandes superávits por cuenta corriente han disminuido durante la pandemia en Alemania, Dinamarca y, en particular, en los Países Bajos, pero siguen siendo considerables. En el caso de Eslovenia, el superávit por cuenta corriente siguió aumentando. La bajada de los precios de la energía en 2020 aumentó la balanza de pagos por cuenta corriente de casi todos los Estados miembros.

Aunque las variaciones de las balanzas exteriores, en su mayor parte, se mantuvieron limitadas y fueron de carácter temporal dada la magnitud de la perturbación económica, se ha producido un gran desplazamiento de las contribuciones sectoriales a los flujos exteriores de los países de la UE. Los hogares aumentaron su ahorro por motivos de precaución y debido a la reducción de las posibilidades de consumo, mientras que las empresas por lo general redujeron sus inversiones en medio de la incertidumbre, lo que dio lugar a un aumento de la capacidad/necesidad de financiación neta del sector privado (gráficos 2.2.3 a, b y c). Por el contrario, los gobiernos intervinieron para apoyar la economía durante la crisis, al mismo tiempo que se enfrentaban a una disminución de sus ingresos, lo que dio lugar a una gran necesidad de financiación pública neta en todos los países de la UE. Las grandes oscilaciones sectoriales se compensaron, en general, entre sí, por lo que no provocaron cambios sustanciales en la capacidad/necesidad de financiación neta general de los países en la mayoría de los Estados miembros.

Gráfico 2.2.1: **Saldos y niveles de referencia de la balanza por cuenta corriente en 2019 y 2020**



Nota: Los países se clasifican por orden de la balanza de pagos por cuenta corriente en 2020. Normas de la balanza de pagos por cuenta corriente: véase la nota al pie de página 12. Balanzas de pagos por cuenta corriente ajustadas en función del ciclo: véase la nota al pie de página 15. El nivel de referencia de la balanza de pagos 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, las balanzas de pagos por cuenta corriente necesario para alcanzar el umbral prudencial de la PIIN durante los próximos diez años.

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

Las balanzas de pagos por cuenta corriente de tres Estados miembros se situaron por debajo del umbral inferior del cuadro de indicadores del PDM, que refleja el promedio trienal, en 2020. El elevado déficit por cuenta corriente de Chipre siguió deteriorándose en 2020, alcanzando el -10,1 % del PIB, debido principalmente a la reducción del turismo internacional, pero también a la intensificación del déficit de la balanza de rentas primarias. Su promedio trienal siguió situándose por debajo del umbral del PDM. La balanza de pagos por cuenta corriente está por debajo de su norma, así como por debajo del nivel requerido para situar la PIIN en el valor de referencia prudencial en los próximos diez años. ⁽¹²⁾ ⁽¹³⁾ La balanza de pagos por cuenta corriente de Rumanía mantuvo su constante tendencia a la baja registrando un descenso marginal hasta el -5 % del PIB, lo que aumentó ligeramente la diferencia con respecto a la norma correspondiente. Mientras que la balanza de pagos por cuenta corriente de Irlanda equivalía al -2,7 % del PIB en 2020, el promedio trienal se situó en aproximadamente un -6 %, impulsado por un déficit excepcionalmente elevado en 2019 ⁽¹⁴⁾.

En 2020, cuatro Estados miembros registraron superávits por cuenta corriente superiores al umbral superior del PDM. Este ha sido el caso de Dinamarca, Alemania y los Países Bajos durante casi una década. Los superávits de Dinamarca y Alemania equivalían al 8,1 % y el 6,9 % del PIB, respectivamente, en 2020, por debajo del nivel de 2019, y el superávit de los Países Bajos descendió del 9,4 % al 7 % del PIB, impulsado también por las actividades de las empresas multinacionales. Si bien el

⁽¹²⁾ Las balanzas de pagos por cuenta corriente correspondientes a las variables económicas fundamentales («normas de la balanza de pagos por cuenta corriente») se obtienen a partir de regresiones reducidas que integran los principales determinantes del equilibrio ahorro-inversión, incluidos los determinantes de las variables económicas fundamentales, los factores políticos y las condiciones financieras mundiales. Véase L. Coutinho et al. (2018), *Methodologies for the assessment of current account benchmarks* («Metodologías para la evaluación de los índices de referencia de la balanza por cuenta corriente»), documento en inglés, Economía Europea, Documento de reflexión 86/2018, para la descripción de la metodología para el cálculo de la cuenta corriente basada en las variables económicas fundamentales utilizadas en el presente IMA; la metodología es similar a la de S. Phillips et al. (2013), *The External Balance Assessment (EBA) Methodology* («La Metodología de la Evaluación de la Balanza Exterior»), documento en inglés, documento de trabajo del FMI, 13/272.

⁽¹³⁾ 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 umbrales prudenciales de la PIIN, véase A. Turrini y S. Zeugner (2019), *Benchmarks for Net International Investment Positions* («Valores de referencia para posiciones de inversión internacional netas»), documento en inglés, Economía Europea, Documento de reflexión 097/2019.

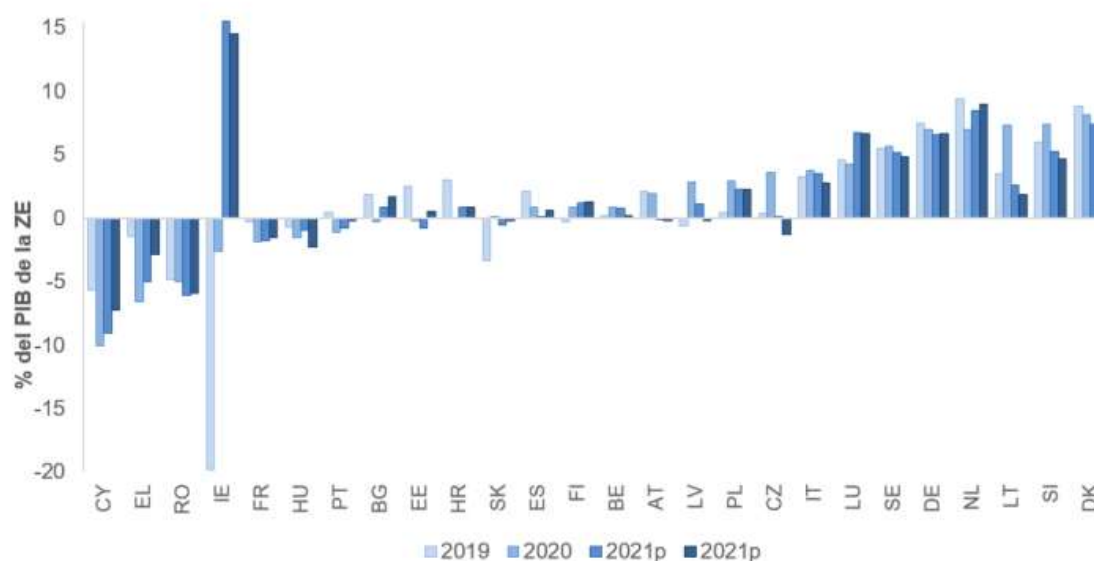
⁽¹⁴⁾ En 2019, el déficit por cuenta corriente equivalió al -19,9 % del PIB. La gran volatilidad de los datos del sector exterior de Irlanda está estrechamente vinculada a las actividades de las empresas multinacionales.

superávit danés disminuyó debido a la disminución de la balanza comercial, en Alemania y los Países Bajos las caídas estuvieron principalmente motivadas por la disminución de la balanza de ingresos por inversiones. El elevado superávit registrado en Eslovenia pasó del 6 % al 7,4 % del PIB durante la crisis, en un contexto de mayores equilibrios comerciales y de renta primaria. Los superávits de los cuatro países se mantuvieron sustancialmente por encima de sus respectivas normas de balanza de pagos por cuenta corriente y de los valores de referencia de la balanza de pagos por cuenta corriente que estabilizan la PIIN.

La balanza de pagos por cuenta corriente de la mayoría del resto de países de la UE superó los niveles específicos de cada país propuestos por las variables económicas fundamentales en 2020, con algunas excepciones notables. Las balanzas de pagos por cuenta corriente generales y ajustadas en función del ciclo estaban por encima o cerca de las balanzas de pagos por cuenta corriente justificadas por las variables económicas fundamentales, así como por encima de la balanza de pagos por cuenta corriente estabilizadora de la PIIN en la mayoría de los Estados miembros (gráfico 2.2.1).⁽¹⁵⁾ Notables excepciones fueron Grecia y Portugal, con resultados de sus balanzas de pagos por cuenta corriente inferiores tanto a la norma como al saldo necesario para alcanzar la PIIN prudencial durante diez años. En ambos países, y especialmente en Grecia, la crisis de la COVID-19 provocó un considerable descenso de su balanza de pagos por cuenta corriente, que se había reforzado significativamente en años anteriores.

Se prevé que los déficits por cuenta corriente de los países con importantes sectores turísticos transfronterizos mejoren lentamente en 2021 y 2022, si bien se espera que disminuya la mayor parte de los superávits más elevados, aunque no en todos los casos (gráfico 2.2.2). De cara al futuro, se espera una recuperación gradual de los viajes internacionales, que, sin embargo, podría ser desigual y permanecer incompleta en el horizonte de las previsiones (véase el recuadro 1 sobre turismo). Esto facilitará la mejora de la balanza de pagos por cuenta corriente de los países que dependen en gran medida de las exportaciones turísticas, especialmente Croacia, Chipre y Grecia. Sin embargo, se espera

Gráfico 2.2.2: Evolución de las balanzas por cuenta corriente



Nota: Los países aparecen en orden creciente de balanza de pagos por cuenta corriente en 2020.

Fuente: Previsiones económicas del otoño de 2021 de Eurostat y de la Comisión Europea y cálculos de los servicios de la Comisión.

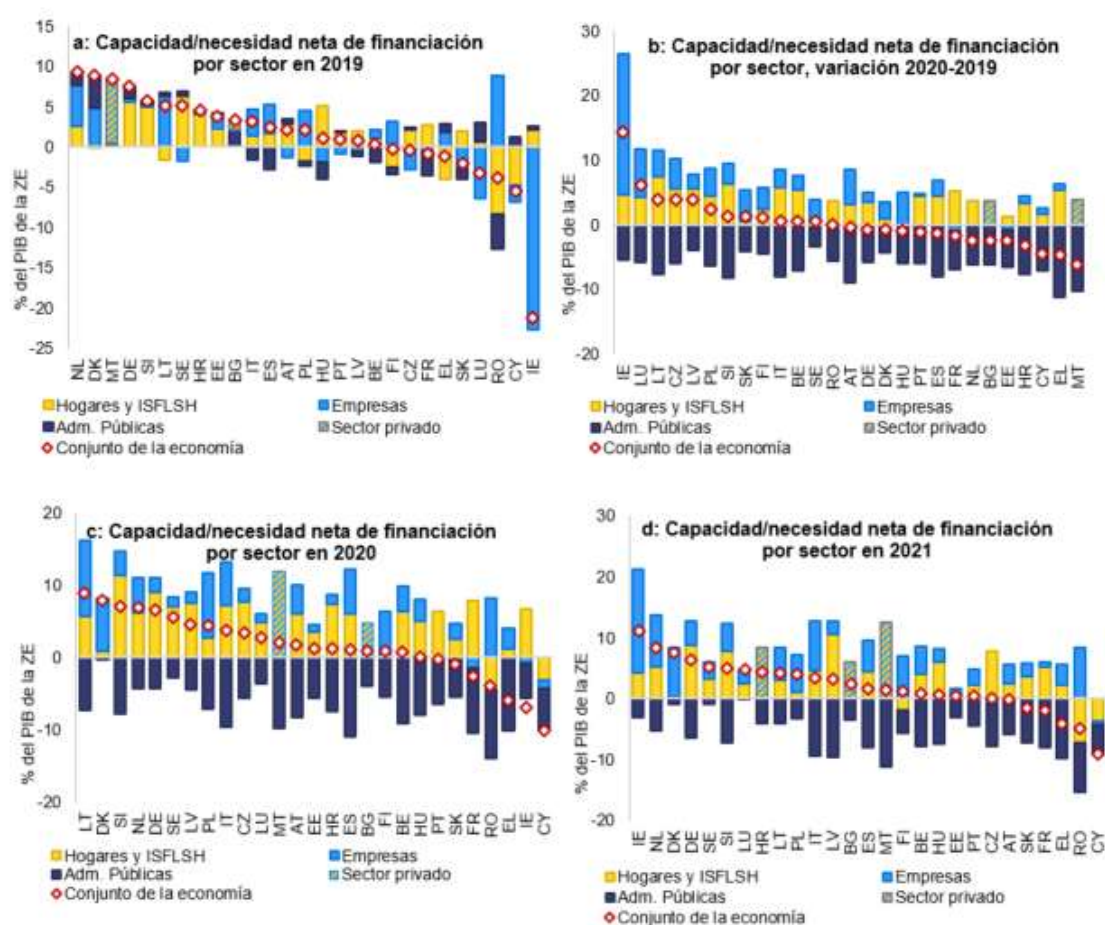
que el elevado déficit por cuenta corriente de Chipre mejore, aunque lentamente. Se prevé que la balanza de pagos por cuenta corriente de Rumanía siga empeorando. Por el contrario, se prevé que la volátil balanza de pagos por cuenta corriente de Irlanda registre amplios superávits durante el período de

⁽¹⁵⁾ Las balanzas de pagos por cuenta corriente ajustadas 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* («Comparación de metodologías alternativas para la evaluación del tipo de cambio real», documento en inglés), Economía Europea, Documento de reflexión 427/2010.

previsión. Se espera que los grandes superávits de Dinamarca, Alemania y Eslovenia disminuyan, aunque solo sea muy moderadamente en el caso de Alemania, mientras que se prevé que el superávit de los Países Bajos repunte en 2022 hasta su nivel de 2019 aproximadamente.

Desde la perspectiva del ahorro y la inversión, no se espera que la contribución de los distintos sectores a las posiciones exteriores cambie sustancialmente en la mayoría de los Estados miembros. Aunque se espera que el sector privado siga siendo en su mayoría prestamistas netos, se prevé que los gobiernos sigan siendo prestatarios netos en 2021 (gráfico 2.2.3 d). Dentro del sector privado, se prevé que la capacidad de financiación neta de las empresas aumente en la mayoría de los Estados miembros, y que la de los hogares disminuya ligeramente. En promedio, se espera que la necesidad de financiación neta de los gobiernos disminuya ligeramente. Dentro de los sectores públicos, la capacidad de financiación neta de los Estados miembros con un elevado superávit por cuenta corriente repercutirá en su posición exterior.

Gráfico 2.2.3: Variación en la capacidad/necesidad de financiación neta por sector de 2019 a 2021

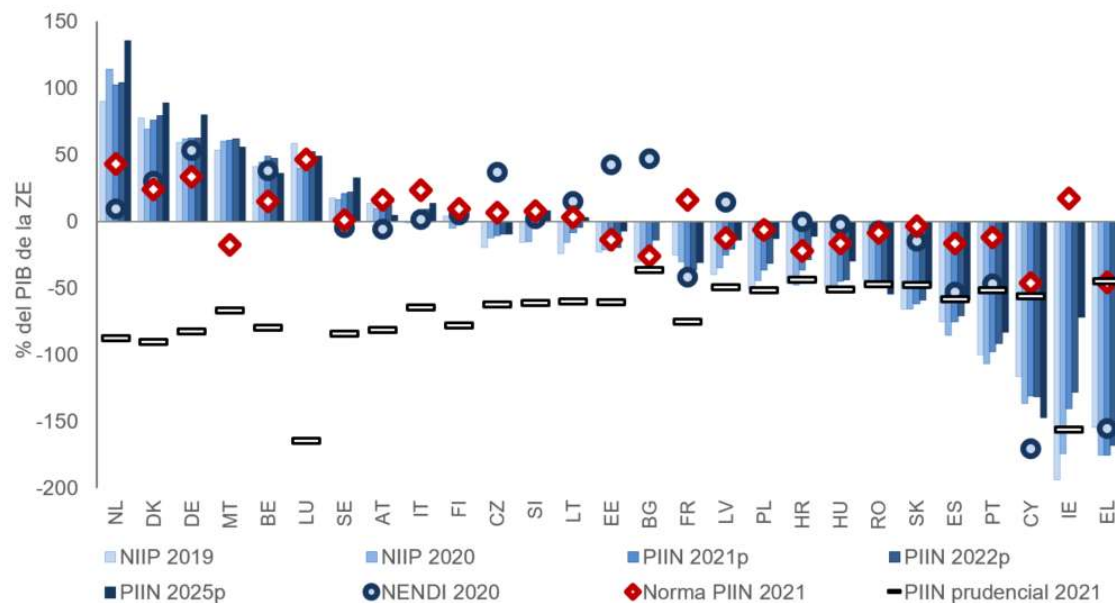


Fuente: Previsiones económicas del otoño de 2021 de AMECO y de la Comisión Europea.

Durante 2020, las posiciones de inversión internacional neta (PIIN) empeoraron en la mayoría de los países deudores netos, mientras que la mayoría mejoraron en aquellos con grandes posiciones positivas. Tras haber aumentado en todos los países de la UE salvo en cuatro en 2019, se observaron considerables diferencias entre países en la evolución de la PIIN durante 2020, disminuyendo las PIIN de casi la mitad de los Estados miembros. En 2020, diez países de la UE registraron una PIIN inferior al umbral del cuadro de indicadores del -35 % del PIB, uno menos que en 2019. En todos estos casos, para 2021, se espera que sus posiciones sigan siendo inferiores a las PIIN sugeridas por las variables económicas fundamentales, y en seis de ellas se prevé que las PIIN se sitúen por debajo de los umbrales

prudenciales (gráfico 2.2.4). ⁽¹⁶⁾ Se prevé que mejoren principalmente las grandes PIIN negativas. A medio plazo, se espera que tres Estados miembros con PIIN por debajo del margen del -35 % en 2020 superen ese margen. Se prevé que las grandes PIIN positivas sigan aumentando o se mantengan en general estables.

Gráfico 2.2.4: Posiciones de inversión internacional neta (PIIN) 2019-2022, 2025 y niveles de referencia en 2021



Nota: Los países aparecen en orden decreciente de la ratio PIIN/PIB en 2020. La NENDI es la PIIN excluidos los instrumentos sin riesgo de impago. Para los conceptos de umbral prudencial de la PIIN y la norma PIIN, véanse las notas al pie de página 13 y 16. Las NENDI correspondientes a IE, LU y MT están fuera de escala.

Fuente: Eurostat y cálculos de los servicios de la Comisión (véase también el anexo 1).

Los Estados miembros con las mayores PIIN negativas registraron los mayores descensos en 2020, pero se espera que la recuperación permita mejoras en la mayoría de los casos. Chipre, Grecia, Irlanda y Portugal tienen PIIN por debajo del -100 % del PIB y por debajo de sus valores de referencia fundamentales y prudenciales. A continuación, España tiene una PIIN de alrededor del -85 % del PIB. Con la excepción de Irlanda, estos Estados miembros experimentaron un fuerte deterioro de su situación, que en el caso de Chipre y Grecia ascendió a alrededor de 20 puntos porcentuales del PIB. Los principales factores determinantes fueron los descensos del PIB nominal, en particular en Grecia, y los grandes déficits por cuenta corriente, especialmente en Chipre. En Irlanda y en Chipre, los niveles de las PIIN reflejan en gran medida las relaciones financieras transfronterizas de las empresas multinacionales y de las entidades con cometido especial. Estos cinco países se caracterizan por una PIIN negativa comparativamente elevada, excluidos los instrumentos sin riesgo de impago (NENDI), es decir, grandes proporciones de deuda neta en su posición exterior. ⁽¹⁷⁾ La mayor parte de los pasivos exteriores de Grecia se componen de deuda pública en condiciones favorables. La sostenibilidad exterior de algunos Estados miembros con grandes PIIN negativas se verá respaldada por la entrada, a veces considerable, de subvenciones en el marco del Mecanismo de Recuperación y Resiliencia (MRR), además de las transferencias de la UE en el marco financiero plurianual (MFP). Sin embargo, las previsiones actuales apuntan a un estancamiento de la PIIN de Chipre, incluso a medio plazo. Por el contrario, las PIIN de

⁽¹⁶⁾ Las PIIN en consonancia con las variables económicas fundamentales (normas de las PIIN) se obtienen de la acumulación a lo largo del tiempo de los valores de las normas de la balanza de pagos por cuenta corriente (véase también la nota al pie de página 12). 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* («Valores de referencia para posiciones de inversión internacional netas», documento en inglés), Economía Europea, Documento de reflexión 097/2019.

⁽¹⁷⁾ La NENDI es un subconjunto de la PIIN que excluye sus componentes relacionados únicamente con el capital, a saber, la inversión extranjera directa (IED) y los fondos propios, así como la deuda de IED transfronteriza intraempresa, y representa la PIIN sin los instrumentos que no pueden ser objeto de impago. Véase también Comisión Europea, *Envisaged revision of selected auxiliary indicators of the MIP scoreboard* («Revisión prevista de los indicadores auxiliares seleccionados del cuadro de indicadores del PDM», documento en inglés), 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.

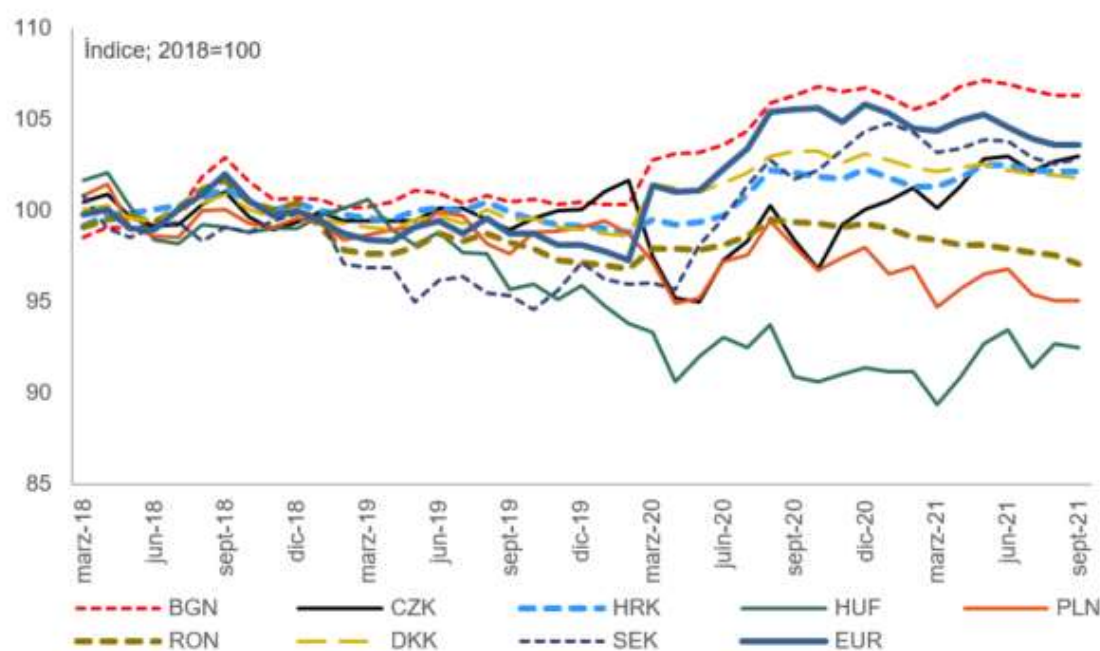
otros países con grandes PIIN negativas deberían mejorar gradualmente de aquí a 2022 y a medio plazo, gracias al fuerte crecimiento del PIB y a la mejora de la balanza de pagos por cuenta corriente, con un avance excepcionalmente rápido en el caso de Irlanda, donde se prevén grandes superávits por cuenta corriente.

La mayoría de los países de la UE con PIIN moderadamente negativas no experimentaron grandes cambios en sus posiciones en 2020 y las previsiones sugieren mejoras en la mayoría de ellos en el futuro. Se espera que todos estos países, Croacia, Hungría, Polonia, Rumanía y Eslovaquia, tengan PIIN por debajo de sus valores de referencia fundamentales en 2021, pero solo se prevé que las PIIN de estos dos últimos Estados miembros se sitúen por debajo de los umbrales prudenciales. Las PIIN de todos estos Estados miembros, así como de otros países de Europa Central y Oriental y de los países bálticos, se caracterizan por grandes volúmenes de inversión extranjera directa y por NENDI mucho más favorables que sus PIIN. Además, estos países son relativamente grandes receptores de transferencias de la UE en el marco del MFP, lo que favorece de manera significativa sus posiciones exteriores. Las subvenciones del MRR que se añaden a las transferencias del MFP refuerzan aún más los aumentos de las PIIN de la mayoría de estos países. En general, las previsiones sugieren mejoras en las PIIN de estos países en el futuro, con la excepción de Rumanía, cuya situación se espera que se deteriore ligeramente (gráfico 2.2.4).

También se ha registrado una evolución divergente en 2020 dentro del grupo de Estados miembros con grandes PIIN positivas. Las PIIN de los Países Bajos, Alemania, Malta y Bélgica se ampliaron aún más, como consecuencia de los persistentes y considerables superávits por cuenta corriente de los dos primeros países, y en los cuatro casos se vieron favorecidos por el descenso del PIB nominal. En particular, los Países Bajos, pero también Malta, registraron también fuertes efectos de valoración positivos. Por el contrario, los cambios de valoración negativos limitaron el aumento de la PIIN alemana. Las grandes PIIN positivas de Dinamarca y Luxemburgo disminuyeron en un contexto de cambios de valoración negativos, a pesar de los elevados superávits por cuenta corriente en los dos últimos países.

Es posible que las condiciones de financiación externa se endurezcan en el futuro, lo que podría tener consecuencias para algunos países no pertenecientes a la zona del euro. Al inicio de la crisis de la COVID-19, se notaron tensiones en los mercados financieros mundiales en varios países no pertenecientes a la zona del euro. En aquel momento, las monedas de algunos Estados miembros no pertenecientes a la zona del euro, en particular el forint húngaro, estaban sometidas a presiones y se depreciaron en marzo y abril de 2020, pero se recuperaron y estabilizaron ya en mayo (gráfico 2.2.5) a medida que mejoró el clima de riesgo mundial y se estabilizaron los flujos de capital. En el futuro no puede excluirse cierta volatilidad de los flujos de capital o un endurecimiento de las condiciones de financiación externa, en parte en previsión del endurecimiento de la política monetaria en Estados Unidos y en otras economías avanzadas. En este contexto, los países no pertenecientes a la zona del euro con una elevada capacidad de financiación neta prevista están menos expuestos a riesgos de (re)financiación exterior si estos vuelven a surgir, al igual que los Estados miembros con importantes reservas de divisas. Las necesidades de financiación externa, tanto del sector privado como del sector público, también desempeñan un papel en este contexto (véase la sección 2.4 sobre el sector público).

Gráfico 2.2.5: Tipos de cambio efectivos nominales (TCEN)



Fuente: Comisión Europea

2.2.2. COMPETITIVIDAD

Los costes laborales unitarios aumentaron en toda la UE como consecuencia de las marcadas reducciones temporales de la productividad laboral general durante la crisis de la COVID-19. El cuadro de indicadores muestra un crecimiento de los costes laborales unitarios, basado en el crecimiento acumulado durante los tres años transcurridos hasta 2020, por encima del umbral en dieciocho Estados miembros, en comparación con ocho países hace un año. Antes de 2020, existían indicios de posibles presiones de sobrecalentamiento en algunos países, como Bulgaria, Chequia, Eslovaquia, Estonia, Hungría, Letonia, Lituania, Luxemburgo, Malta y Rumanía. Solo en 2020, el crecimiento de los costes laborales unitarios se aceleró en veintidós Estados miembros. Sin embargo, se prevé que este excepcional crecimiento de los costes laborales unitarios se invierta parcialmente en muchos países en 2021 y 2022, en un contexto de aumento general de la volatilidad de los costes laborales unitarios.

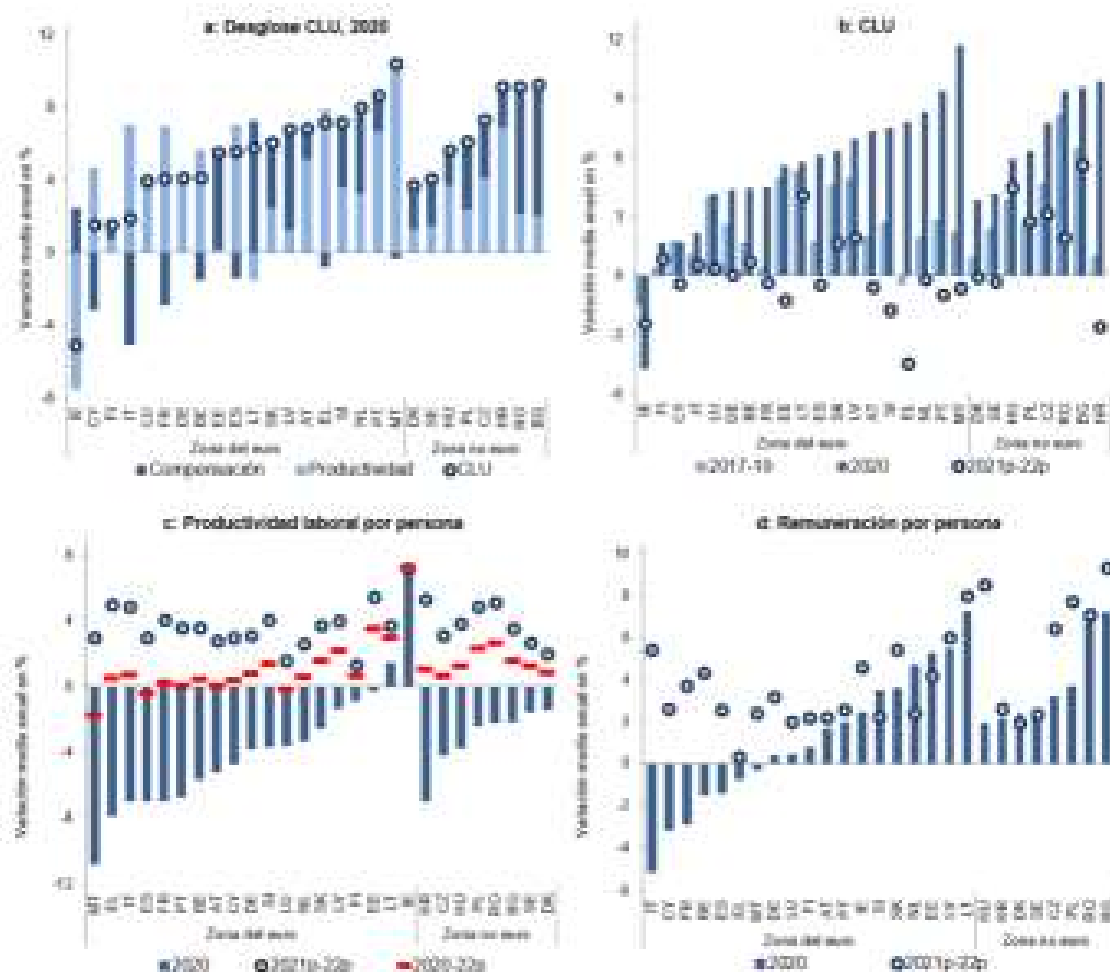
El impacto de la pandemia de COVID-19 y las fricciones estructurales que surgen en la recuperación dificultan la evaluación de los cambios en la competitividad de costes. La fuerte aceleración del crecimiento de los costes laborales unitarios en 2020 y su inversión parcial prevista en la mayoría de los países en 2021 y 2022 están dominados por un efecto estadístico debido al gran mantenimiento preventivo de personal y a la consiguiente caída de la productividad general per cápita (gráfico 2.2.6). Esto fue inducido por el apoyo del Gobierno a los planes de mantenimiento del empleo, principalmente en forma de planes de reducción del tiempo de trabajo temporalmente ampliados, que favorecieron una reducción de las horas de trabajo en lugar de afectar a los niveles de empleo. La combinación de la atonía del mercado laboral y la escasez de cualificaciones apunta a la volatilidad y la incertidumbre acerca de la evolución de los costes laborales unitarios en el futuro. Estas están vinculadas a cuestiones relacionadas con la cadena de suministro y a fricciones con respecto a la desigual recuperación económica, así como a la aceleración de la transformación digital y a los cambios estructurales a más largo plazo. Dado que los últimos años se han caracterizado por un elevado crecimiento de los costes laborales unitarios en muchos países, las pérdidas de competitividad de costes siguen siendo un riesgo que debe observarse, sobre todo para comprender hasta qué punto pueden recuperarse las pérdidas registradas en 2020 durante la recuperación. Las políticas para promover la competitividad y la productividad siguen siendo muy importantes para una recuperación sostenible de la crisis de la COVID-19.

La productividad laboral disminuyó en casi todos los países de la UE en 2020, pero se espera que se recupere este año y el próximo (gráfico 2.2.6 c). Los insumos de trabajo disminuyeron durante la crisis de la COVID-19, debido principalmente a la reducción de las horas trabajadas, mientras que el número de empleados tuvo poca variación, con el apoyo de medidas gubernamentales, incluidos regímenes de reducción del tiempo de trabajo ampliados, cuyo uso ha disminuido significativamente durante la recuperación. En consecuencia, la productividad laboral, basada en el número de empleados, disminuyó más en comparación con la productividad laboral basada en las horas trabajadas en la mayoría de los países. En 2021 y 2022, a medida que se invierten la recuperación y los efectos del mantenimiento preventivo de personal, se espera un aumento de las cifras de productividad. En 2022, se prevé que la productividad por persona se sitúe por encima de su nivel de 2019 en todos los Estados miembros, excepto en Luxemburgo, Malta, Portugal y España.

Los incrementos salariales fueron moderados en 2020, pero se espera que repunten, a veces de forma acusada, en 2021 y 2022. El crecimiento salarial fue moderado en la mayoría de los países de la UE durante la crisis de la COVID-19 (gráfico 2.2.6 d). Se prevé que la remuneración por asalariado aumente a una tasa anual superior al 5 % en Bulgaria, Chequia, Eslovaquia, Hungría, Italia, Letonia, Lituania, Polonia y Rumanía en 2021 y 2022. En el caso de Bélgica, Estonia e Irlanda, los aumentos deberían situarse por término medio entre el 4 % y el 5 %. En Bulgaria, Chequia, Eslovaquia, Estonia, Hungría, Letonia, Lituania y Rumanía, el crecimiento persistentemente elevado de los salarios y los costes laborales unitarios ya era motivo de preocupación antes de la pandemia, lo que plantea interrogantes sobre la competitividad de costes.

En toda la zona del euro, la evolución de los costes laborales unitarios debería volver a favorecer el reequilibrio externo cuando se hayan compensado los efectos de la productividad. El crecimiento de los costes laborales unitarios en 2020 fue mayor en algunos países deudores netos, como España, Grecia y Portugal ya que registraron recesiones más pronunciadas y un considerable mantenimiento preventivo de personal. De aquí a 2022, el cambio en el crecimiento de los costes laborales unitarios se habrá vuelto más favorable al reequilibrio externo, ya que se prevé que sea ligeramente inferior en los deudores netos que en los acreedores netos (gráfico 2.2.7). El impacto más limitado sobre el reequilibrio en comparación con el período anterior a la pandemia se vio afectado por el persistente impacto en la productividad, que debería abordarse para superar las divergencias existentes. Por el contrario, se prevé que la remuneración de los asalariados sea más elevada en los países acreedores netos que en los países deudores netos.

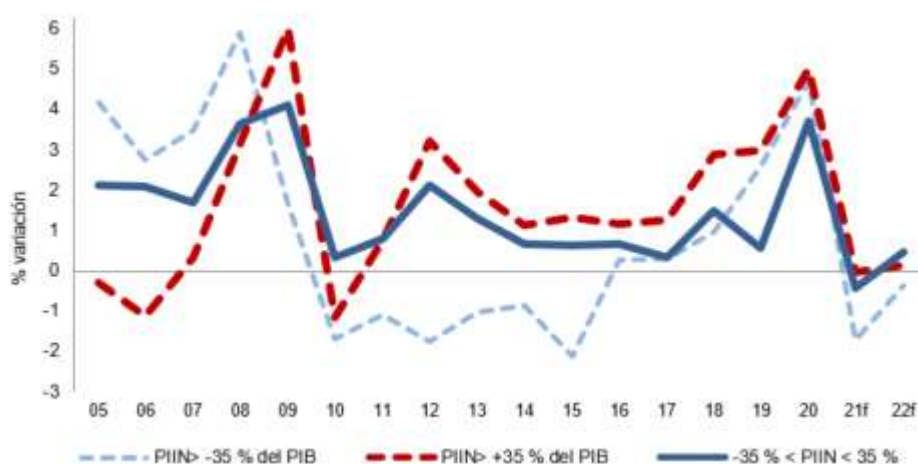
Gráfico 2.2.6: Aumento de los costes laborales unitarios, la remuneración y la productividad



Nota: Las tasas de crecimiento a lo largo de varios años se anualizan.

Fuente: Previsiones económicas del otoño de 2021 de AMECO y de la Comisión Europea.

Gráfico 2.2.7: Aumento de los costes laborales unitarios en la zona del euro



Nota: Los países con PIIN > +35 % del PIB son DE, LU, NL, BE y MT. Los países con PIIN entre el 35 % y el -35 % del PIB son FI, EE, IT, LT, FR, SI y AT. Los países restantes tienen una PIIN < -35 % del PIB. La división de los países se basa en valores medios de la PIIN en el período 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.

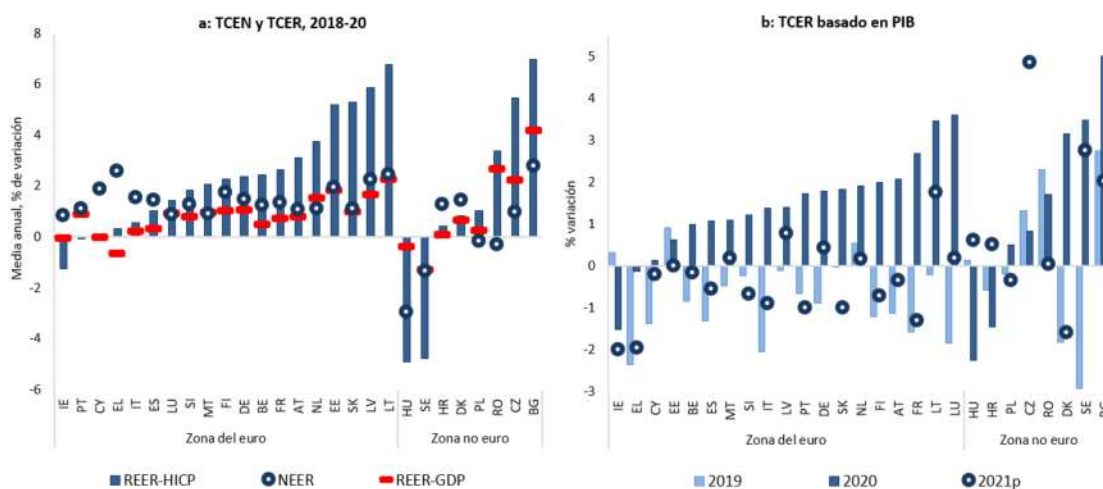
Fuente: Previsiones económicas del otoño de 2021 de AMECO y de la Comisión Europea

Los tipos de cambio efectivos nominales se apreciaron en la mayoría de los países en 2020. Las apreciaciones más elevadas se registraron en Bulgaria, Grecia, Letonia, Lituania y Suecia. Solo Hungría y, en menor medida, Chequia y Polonia registraron depreciaciones nominales. La apreciación de los tipos de cambio efectivos nominales refleja también la apreciación del euro al inicio de la pandemia de COVID-19 y la consiguiente fuga a un refugio seguro. Hasta la fecha, en 2021, los tipos de cambio efectivos nominales se han apreciado en la mayoría de los países de la UE, aunque en la mayoría de los casos de forma más moderada que en 2020.

Los tipos de cambio efectivos reales (TCER) basados en el índice armonizado de precios de consumo (IPCA) se apreciaron moderadamente en la mayoría de los Estados miembros en 2020, lo que refleja, en parte, las apreciaciones nominales. Los únicos países que experimentaron una depreciación de los TCER basado en el IPCA fueron Croacia y Hungría. Las apreciaciones más sólidas se registraron en Bulgaria, Grecia, Letonia, Lituania y Suecia. Esta apreciación moderada es consecuencia de la depreciación observada en la mayoría de los Estados miembros en 2019. De cara al futuro, los TCER basado en el deflactor del PIB, para el que se dispone de previsiones para 2021, sugiere que cabe esperar que los tipos de cambio reales aumenten moderadamente, con apreciaciones notables solo en Bulgaria, Chequia, Lituania y Suecia (gráfico 2.2.8 b).

La evolución de los TCER favorece el reequilibrio externo, aunque solo de forma limitada. Algunos países acreedores netos, como Dinamarca, Alemania, los Países Bajos y Malta, registraron una apreciación de los TCER ligeramente superior a la media de la UE en 2020. Algunos grandes países deudores netos o países que se han visto más afectados por la recesión de la COVID-19, como Chipre, Croacia, Grecia, Italia, Portugal o España, registraron algunas mejoras de competitividad frente a esos países acreedores netos gracias a una menor inflación, como sugiere una evolución más moderada de los TCER (gráfico 2.2.8). Esta tendencia parece persistir también en 2021, lo que sugiere que la evolución de los TCER sigue siendo moderadamente favorable al reequilibrio externo a corto plazo.

Gráfico 2.2.8: Tipos de cambio efectivos nominales y reales (TCEN y TCER)



Nota: Los TCER y el tipo de cambio efectivo nominal (TCEN) se calculan con respecto a 42 socios comerciales.

Fuente: Previsiones económicas del otoño de 2021 de AMECO y de la Comisión Europea.

Las cuotas de mercado de las exportaciones fluctuaron fuertemente en 2020 y tres Estados miembros registraron pérdidas por encima del umbral del cuadro de indicadores. Sobre la base del cambio acumulado a lo largo de cinco años, Francia, Grecia y España registraron importantes pérdidas de cuota de mercado de exportación por encima del umbral. Por el contrario, muchos países también registraron aumentos sustanciales, en el caso de Irlanda, Lituania y Polonia, por encima del 30 %. Las cuotas de mercado de las exportaciones fluctuaron fuertemente en 2020. Por término medio, los países de la UE ganaron algunas cuotas de mercado de exportación solo en 2020, pero con fuertes diferencias entre países.

Se espera que algunos países con importantes pérdidas de cuota de mercado de las exportaciones en 2020 recuperen solo una parte de las pérdidas en un futuro próximo. Aparte de Austria y Estonia, la brusca caída del saldo de los servicios en el contexto de la crisis de la COVID-19 se interrumpió en los últimos trimestres en Bulgaria, Chipre, Croacia, Grecia, España, Hungría, Italia, Malta y Portugal. La balanza comercial de servicios de Alemania sigue registrando un ligero superávit, tras una fuerte mejora desde principios de 2020. Las balanzas comerciales de bienes evolucionaron de forma más favorable en varios países desde 2019 y compensaron en parte la disminución de la balanza comercial de servicios. Se espera que las cuotas de mercado de las exportaciones aumenten especialmente en Croacia, España y Grecia en 2021 y 2022, a medida que se retomen los viajes transfronterizos, pero no lo suficiente en todos los casos para recuperar todas las pérdidas registradas en 2020. En general, para el período 2020-2022, se espera que las cuotas de mercado de las exportaciones aumenten en mayor medida en Estonia, Irlanda, Lituania, Luxemburgo y Polonia, y que disminuyan en Grecia, España, Francia y Portugal.

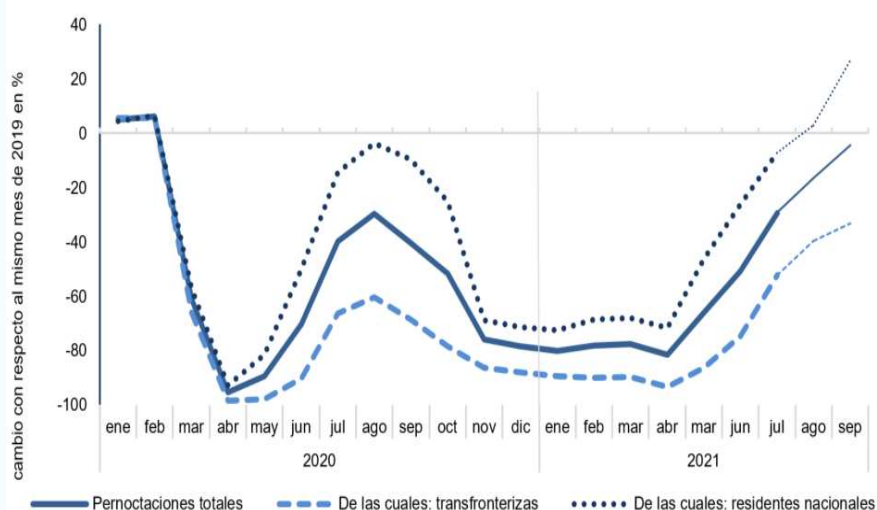
La evolución de la cuota de mercado de las exportaciones puede contribuir a un reequilibrio externo en el futuro. Se espera que los países con grandes superávits por cuenta corriente, incluidos Dinamarca, Alemania y los Países Bajos, pierdan cuotas de mercado de exportación durante el período 2020-2022. Los datos para el segundo trimestre de 2021 siguen mostrando superávits de la balanza de servicios, en porcentaje del PIB, en un contexto de fortalecimiento de la balanza comercial de bienes en Alemania y los Países Bajos. No obstante, es probable que estos países pierdan parte del aumento de la cuota de mercado de las exportaciones en los servicios a partir del período de la COVID-19 a medida que se recuperen los flujos turísticos.

Cuadro 1: Turismo durante la crisis de la COVID-19

El turismo fue una de las actividades económicas más afectadas durante la crisis de la COVID-19, ya que las medidas para contener la pandemia incluían restricciones en el sector de la hostelería y en los viajes internacionales. La magnitud del impacto adverso se refleja en el desplome de las pernoctaciones de turistas (gráfico 1): en abril de 2020, el número de pernoctaciones en alojamientos turísticos cayó un 95 % en comparación con el mismo mes de 2019. En los meses de verano se registró una recuperación sustancial, ya que en agosto de 2020 el turismo nacional se acercó a los niveles de 2019. Por el contrario, en el punto máximo de agosto, las pernoctaciones de turistas transfronterizos se mantuvieron un 60 % por debajo del nivel alcanzado en agosto de 2019. Con la segunda ola de la pandemia, los viajes volvieron a reducirse.

Más recientemente, en mayo de 2021, se inició una recuperación más fuerte, en particular en el turismo transfronterizo. Esa recuperación se produjo tras los sustanciales avances en la vacunación y en la coordinación de las normas sobre desplazamientos transfronterizos dentro de la UE mediante la introducción del *certificado COVID digital de la UE*. Tanto el turismo nacional como el transfronterizo aumentaron en julio en comparación con el nivel de 2020, siendo el último el que experimentó una mejora más acusada. Teniendo también en cuenta las previsiones a corto plazo de agosto y septiembre, la actividad turística general en el verano de 2021 aumentó en torno a un 30 % con respecto a 2020, pero sigue siendo un 16 % inferior a los niveles de 2019, con algunos cambios de composición. ⁽¹⁾ Si bien durante los meses de verano de 2021, especialmente en septiembre, el turismo nacional parece haber superado los niveles alcanzados en el verano de 2019, los viajes transfronterizos siguen estando más de un 40 % por debajo de los niveles anteriores a la pandemia. Si se comparan los nueve primeros meses de 2021 con el mismo período de 2020, se observa que los resultados del turismo en 2021 solo crecieron en aproximadamente un 12 %, debido en parte a que la pandemia apenas afectó al primer trimestre de 2020.

Gráfico 1: Pernoctaciones turísticas en la UE en 2020 y 2021



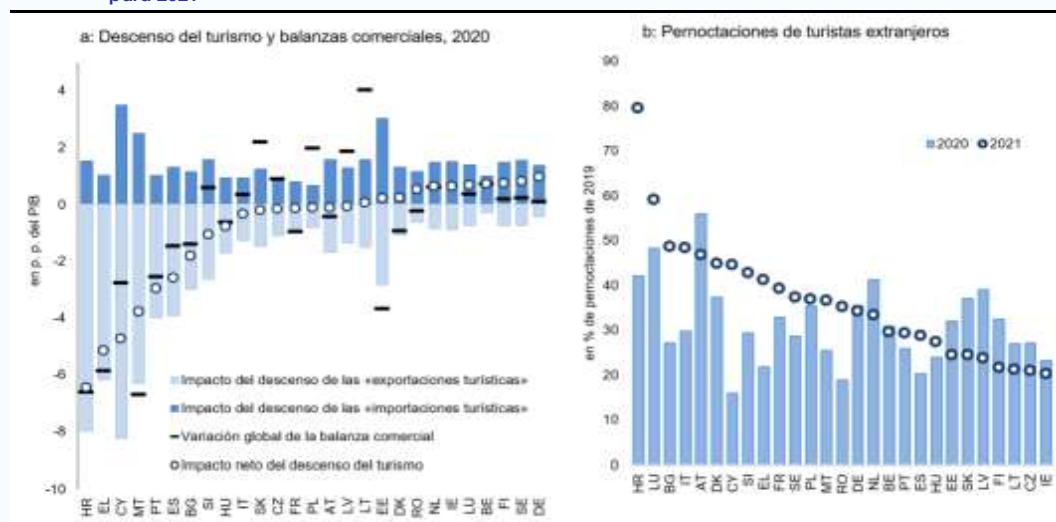
Nota: Número de pernoctaciones en alojamientos turísticos notificadas a través de Eurostat y aumentadas por medio de previsiones a corto plazo sobre la base de las revisiones de Airbnb correspondientes a agosto y septiembre de 2021. Las estimaciones de Chipre, Francia e Irlanda se basan en los datos de las instituciones estadísticas nacionales. Véase también la nota a pie de página 1.

Fuente: Estimaciones de Eurostat y de la Comisión Europea.

Los Estados miembros que dependen en gran medida de las exportaciones de servicios de viaje se vieron especialmente afectados cuando los viajes transfronterizos se desplomaron a causa de la pandemia. La fuerte caída del turismo internacional tuvo un impacto especialmente acusado en algunos países deudores netos, como Croacia, Chipre, Grecia, Portugal o España, que han venido registrando grandes superávits en el comercio de servicios de viaje, así como en Malta (gráfico 2 a). ⁽²⁾ Para la mayoría de estos países, el impacto de la reducción del turismo internacional en las balanzas comerciales explica, en líneas generales, el deterioro de su balanza comercial global durante 2020. ⁽³⁾ ⁽⁴⁾ Los efectos negativos en los grandes exportadores de servicios turísticos se están revirtiendo gradualmente en 2021, a medida que la recuperación del turismo transfronterizo ha ido ganando impulso. En el otro extremo del espectro se encuentran los países que normalmente importan más servicios de viaje de los que exportan. La reducción de los viajes internacionales tuvo un efecto positivo parcial en las balanzas comerciales de estos países, ya

que los turistas se dirigieron a destinos nacionales.

Gráfico 2: Impacto de la disminución del turismo en las balanzas comerciales y proyecciones de pernoctaciones para 2021



Notas: a) Los efectos estimados se refieren únicamente al comercio de servicios registrados en la partida de viajes de las estadísticas de balanza de pagos. Se basan en un análisis de equilibrio parcial, que se basa el comercio en datos de valor añadido y tiene en cuenta los efectos directos e indirectos. Véanse las notas a pie de página 3 y 4. b) Las proyecciones para 2021 se basan en el número de pernoctaciones de no residentes en alojamientos turísticos notificadas a través de Eurostat y aumentadas con las previsiones a corto plazo de Airbnb en caso de que falten datos hasta septiembre. Las estimaciones de Chipre, Francia e Irlanda se basan en los datos de las instituciones estadísticas nacionales. Para el último trimestre de 2021, la proyección asume el mismo nivel de actividad turística registrada en los datos (y en las previsiones a corto plazo) del tercer trimestre de 2021, en porcentaje pernoctaciones respecto a 2019.

Fuente: Estimaciones de Eurostat y de la Comisión Europea.

Los datos preliminares de 2021 indican una recuperación parcial y gradual del turismo internacional, aunque con variaciones entre países. Se prevé que el número de pernoctaciones en alojamientos turísticos por parte de turistas extranjeros en 2021 aumente sustancialmente en Croacia, Chipre y Grecia, y algo menos en España (gráfico 2 b).⁽⁵⁾ Al mismo tiempo, el repunte de la actividad turística internacional en Portugal parece más moderado, pero el nivel se mantiene ligeramente por encima del nivel previsto para España. También se prevén aumentos significativos del turismo transfronterizo en Bulgaria, Italia, Rumanía y Eslovenia, mientras que, por ejemplo, en Austria y los Países Bajos, así como en otros Estados miembros, se esperan descensos, probablemente como consecuencia de las diferentes distribuciones estacionales de las visitas de turistas extranjeros, así como de los efectos de desvío de los desplazamientos durante 2020 y 2021.

(1) Para más información sobre los datos de Airbnb y explicaciones metodológicas de las previsiones a corto plazo, véase el tema especial 3.3., «Tourism in pandemic times: an analysis using real-time big data» [«El turismo en tiempos de pandemia: análisis en tiempo real basado en datos masivos»], incluido en las Previsiones Económicas Europeas de otoño de 2020 de la Comisión Europea. Documento institucional 136, noviembre de 2020. Las previsiones a corto plazo utilizan el idioma de cada revisión para diferenciar indirectamente entre pernoctaciones de turistas nacionales y residentes extranjeros.

(2) El término «turismo internacional» se utiliza para describir el comercio internacional de servicios de viaje registrado en la partida de viajes de las estadísticas de balanza de pagos.

(3) Las estimaciones del impacto de la disminución de los viajes internacionales en las balanzas comerciales se basan en un análisis de equilibrio parcial, el cual se centra en el comercio en términos de valor añadido contabilizando las importaciones de insumos utilizados en la producción de bienes y servicios consumidos por turistas extranjeros. El análisis refleja los efectos directos e indirectos de la variación en la demanda turística extranjera, es decir, incluye también la vinculación hacia atrás con sectores de la economía no afectados directamente por la demanda turística. El análisis parte del supuesto del dinero que no se gasta en viajar al extranjero es ahorrado. Para más información, véase: L. Coutinho, G. Vukšić and S. Zeugner (2021), «International tourism decline and its impact on external balances in the euro area» [«El descenso del turismo internacional y su impacto en los balances externos en la zona del euro»], Informe trimestral sobre la zona del euro, DG ECFIN, Comisión Europea, vol. 20, n.º 2, parte III.

(4) Un ejemplo parcial es Chipre, donde las elevadas importaciones netas de servicios de transporte internacional de pasajeros disminuyeron considerablemente en 2020, amortiguando el impacto global en la balanza comercial. El transporte internacional de pasajeros es una categoría independiente de la balanza de pagos, pero está relacionado con

el turismo internacional. Los datos de 2020 sobre estos servicios no se incluyen en el análisis debido a que no están disponibles para muchos países de la UE. Entre los países para los que se dispone de datos, la contabilización de esta categoría no altera significativamente los resultados. En Malta, la balanza comercial también se vio muy afectada, comparativamente, por cambios en partidas distintas de la de viajes.

- (⁵) Al comparar 2021 (proyecciones) con el conjunto de 2020, cabe recordar que la mayor parte del primer trimestre de 2020 no se vio afectada por la pandemia, y que la actividad turística aumentó con respecto a 2019.

2.3. DEUDA PRIVADA Y MERCADOS INMOBILIARIOS

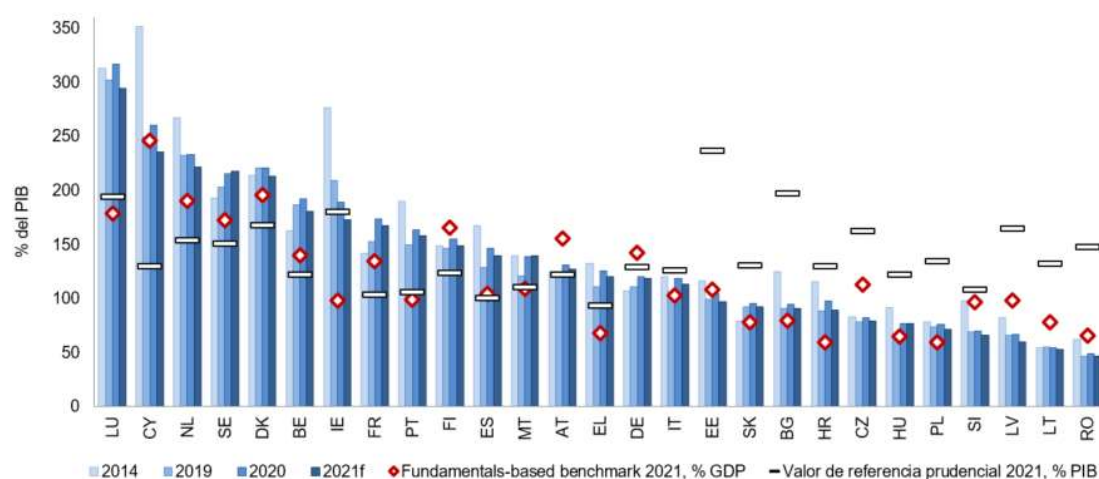
2.3.1. DEUDA PRIVADA

Las ratios de deuda del sector privado aumentaron notablemente con la crisis de la COVID-19, pero se prevé que recuperen su tendencia a la baja en 2021 en la mayoría de los países. En 2020, la ratio de endeudamiento privado con respecto al PIB aumentó en todos los países de la UE, excepto Dinamarca, Irlanda y Lituania (gráfico 2.3.1), interrumpiendo el proceso de desapalancamiento en curso en muchos países. El aumento en 2020 se debió principalmente a la disminución del PIB, pero el endeudamiento también aumentó en la mayoría de los países, especialmente en el caso de las empresas. Las garantías de crédito y las moratorias para la amortización de deudas fueron medidas políticas importantes para superar la escasez de liquidez al inicio de la crisis de la COVID-19, pero también han contribuido al aumento de la deuda. Las ratios de endeudamiento privado en relación con el PIB superaron el umbral del 133 % del PIB establecido en el cuadro de indicadores en doce Estados miembros (Bélgica, Chipre, Dinamarca, Finlandia, Francia, Irlanda, Luxemburgo, Malta, Países Bajos, Portugal, España y Suecia), frente a los diez países de hace un año, cuando España y Malta estaban por debajo (gráfico 2.3.1). Otros Estados miembros registraron aumentos marcados, pero se mantuvieron por debajo del umbral. El volumen total del *stock* de deuda privada parece elevado si se compara con los valores de referencia que representan las variables económicas fundamentales específicas de cada país y con los umbrales establecidos a efectos prudenciales.⁽¹⁸⁾ Es el caso de Bélgica, Chipre, Dinamarca, España, Francia, Grecia, Irlanda, Luxemburgo, Malta, Países Bajos, Portugal y Suecia.

En general, la crisis de la COVID-19 ha aumentado los riesgos asociados a los niveles de deuda privada. Con la recuperación económica, se prevé que las ratios de endeudamiento privado con respecto al PIB comiencen a disminuir en 2021 en toda la UE (gráfico 2.3.1). No obstante, se espera que se mantengan por encima de los niveles de 2019 en la mayoría de los países de la UE. A medida que se eliminan gradualmente las medidas de apoyo público, la capacidad de las empresas y los hogares para cumplir sus obligaciones de reembolso de la deuda puede verse comprometida, especialmente en los sectores más afectados por la crisis de la COVID-19 y en los que los balances ya eran más débiles antes de la crisis, provocando un deterioro de la calidad de la deuda. Además, el aumento de los niveles de deuda de las empresas, los hogares, los gobiernos y las entidades bancarias también dio lugar a una mayor interconexión entre sectores, lo que podría acelerar la transmisión de perturbaciones de un sector a otro. Las perturbaciones en las cadenas de valor mundiales y las fricciones debidas a la disparidad de la recuperación económica, en un contexto de transformación digital acelerada, plantean riesgos e inducen cambios estructurales y un gran ritmo de creación y desaparición de empresas y puestos de trabajo.

⁽¹⁸⁾ La Comisión Europea, en cooperación con el grupo de trabajo LIME del CPE, ha desarrollado niveles de referencia en materia de deuda específicos para cada país [Comisión Europea, «Benchmarks for the assessment of private debt» («Valores de referencia para el análisis de la deuda privada»), nota para el Comité de Política Económica, ARES (2017) 4970814] y J.-C. Bricongne, L. Coutinho, A. Turrini y S. Zeugner, «Is Private Debt Excessive?» («¿Es excesiva la deuda privada?»), *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 falsas alarmas, e incorporar información específica de cada país sobre capitalización de los bancos, deuda pública y nivel de desarrollo económico.

Gráfico 2.3.1: Deuda privada



Fuente: Eurostat, AMECO, previsiones económicas del otoño de 2021 de la Comisión Europea y estimaciones de los servicios de la Comisión sobre la deuda privada en 2021 (véase el anexo 1). La deuda comprende préstamos (F4) y valores de deuda (F3).

2.3.1.1. Deuda de las sociedades no financieras

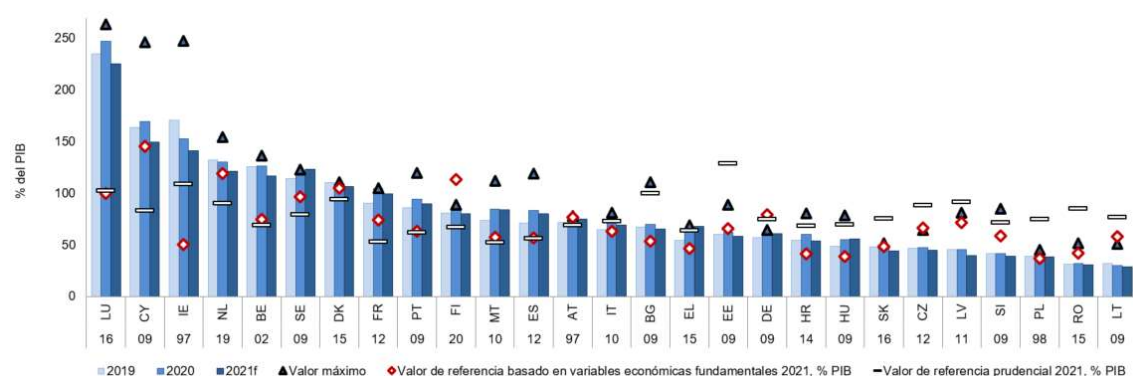
El endeudamiento de las empresas aumentó en la mayoría de los países de la UE en 2020, a veces de forma acusada. Se espera que la ratio de endeudamiento de las empresas respecto al PIB aumente en 2020, en gran medida debido a la caída del PIB. Sin embargo, los flujos de crédito netos de las empresas también contribuyeron al aumento, a la luz de las acusadas pérdidas de ingresos y de los déficits de liquidez percibidos en el 2020, lo que contribuyó también a un fuerte aumento de las carteras de depósitos de las empresas. Las ratios de deuda de las sociedades no financieras (SNF) en relación con el PIB aumentaron de forma especialmente acusada en una serie de países con niveles de deuda empresarial ya elevados o grandes sectores turísticos que se vieron gravemente afectados por la recesión (gráfico 2.3.3 a). Estos países son Chipre, Francia, Grecia, Italia, Malta, Portugal y España. También siguen existiendo niveles muy elevados de endeudamiento empresarial en Bélgica, Irlanda, Luxemburgo y Países Bajos, aunque las vulnerabilidades se ven mitigadas en parte por una proporción considerable de préstamos a la inversión extranjera directa y préstamos transfronterizos dentro de las empresas.

Las ratios de deuda de las SNF como porcentaje del PIB siguen siendo elevadas en muchos Estados miembros, y en catorce países las ratios de deuda superaron en 2020 los niveles que cabría superar teniendo en cuenta tanto las variables económicas fundamentales como por los umbrales prudenciales. Se trata de Bélgica, Chipre, Dinamarca, Francia, Grecia, Irlanda, Luxemburgo, Malta, Países Bajos, Portugal, España, Suecia y, más marginalmente, Austria e Italia (gráfico 2.3.2). En la mayoría de los países la deuda de las SNF no alcanzó su máximo anterior gracias al considerable proceso de desapalancamiento que se ha producido en los últimos años, si bien la pandemia ha revertido algunos de estos avances. En algunos países, como Austria, Bélgica, Dinamarca, Francia, Finlandia, Alemania, Grecia, Italia, Luxemburgo, Polonia, Eslovaquia y Suecia, la deuda de las empresas se encuentra en su nivel más alto desde mediados de la década de 1990 o muy cerca de ese nivel.

De cara al futuro, el elevado crecimiento del PIB nominal reducirá automáticamente la ratio de endeudamiento con respecto al PIB en 2021 y años posteriores, si bien se partirá de unos niveles de deuda más elevados. La fuerte recuperación del PIB hace probable que en 2021 las ratios de deuda de las empresas como porcentaje del PIB disminuyan —en algunos casos, de forma significativa—, en todos los países de la UE, excepto Grecia, Hungría y Suecia (gráfico 2.3.3 b). Se espera que los flujos de crédito superen sus niveles anteriores a la pandemia en más de la mitad de los Estados miembros. El gran crecimiento del PIB nominal reducirá automáticamente la ratio de endeudamiento con respecto al PIB en 2021 y años posteriores. Las medidas excepcionales aplicadas en 2020 se eliminarán gradualmente y

darán lugar a un aumento de reembolsos de la deuda. Además, las SNF pueden agotar los considerables colchones de liquidez que acumularon en 2020 a medida que aumenta la incertidumbre y como alternativa a la solicitud de nuevos préstamos, lo que también puede contribuir al despalancamiento.

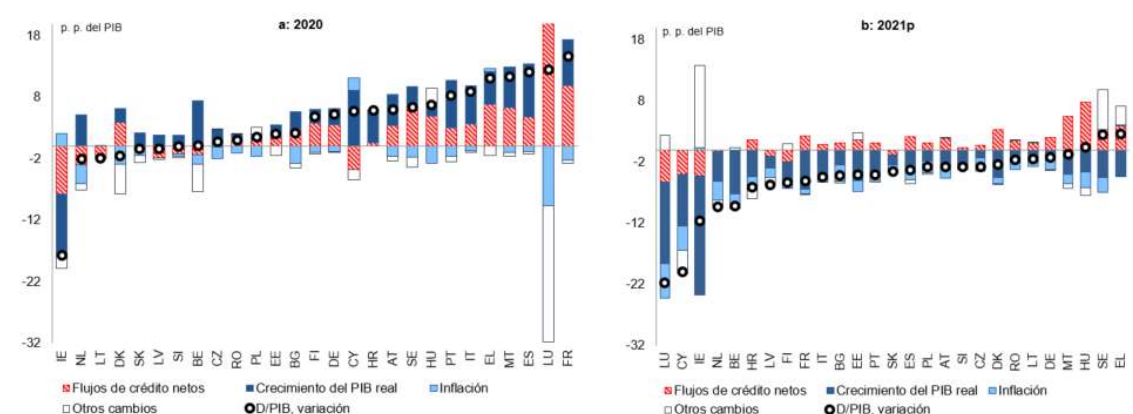
Gráfico 2.3.2: Deuda de las sociedades no financieras



Notas: Los números que figuran bajo las abreviaturas de los países indican el año en que la ratio de deuda alcanzó su nivel máximo, sobre la base de datos de 1997 a 2020. Los países aparecen en orden decreciente de la ratio deuda de las SNF en porcentaje del PIB en 2020.

Fuente: Eurostat, AMECO, previsiones económicas del otoño de 2021 de la Comisión Europea y estimaciones de los servicios de la Comisión sobre la deuda de las SNF en 2021 (véase el anexo 1). La deuda comprende préstamos (F4) y valores de deuda (F3).

Gráfico 2.3.3: Desglose de la variación de la ratio deuda de las SNF / PIB en 2020 y 2021



Notas: 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. En 2020, la contribución de flujos de crédito netos para Luxemburgo ascendió a 40,1 puntos porcentuales.

Fuente: AMECO, estimaciones de Eurostat y los servicios de la Comisión 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 2021 de la Comisión Europea.

En general, los flujos de crédito a las SNF desde el inicio de la crisis de la COVID-19 han presentado patrones diferenciados que reflejan las distintas fases de la pandemia (gráfico 2.3.3 b). ⁽¹⁹⁾ Los préstamos bancarios a las SNF aumentaron en más de dos tercios de los Estados miembros en 2020, incluidos algunos Estados cuyas SNF presentan un elevado nivel de endeudamiento, como Dinamarca, Francia, Grecia, Italia, Malta, Países Bajos, Portugal, España y Suecia. Esto ocurrió en un contexto en el que las garantías públicas del crédito contribuyeron a mantener los flujos de crédito y las

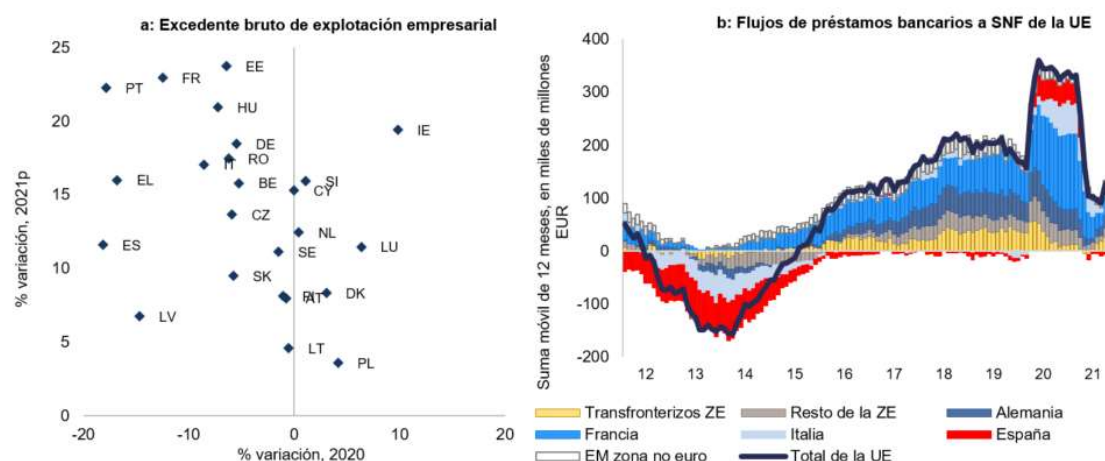
⁽¹⁹⁾ En el caso de los préstamos bancarios a SNF, el inicio de la pandemia en marzo de 2020 trajo consigo una rápida aceleración del crecimiento del crédito en los primeros meses, especialmente acusada en los casos de Francia y España, entre los grandes miembros de la zona del euro (gráfico 2.3.4 b). Este rápido aumento fue más moderado en Alemania, más gradual en Italia y menos apreciable en los países de la UE no pertenecientes a la zona del euro. Al mismo tiempo, los préstamos transfronterizos dentro de la zona del euro fueron más significativos al inicio de la crisis. A continuación, el crecimiento del crédito sufrió una fuerte caída, alcanzando, en la mayoría de los casos, tasas de crecimiento por debajo del nivel anterior a la pandemia a principios de 2021. Esto representa una desviación muy acusada respecto al aumento gradual, aunque en un contexto general de estabilidad, de los préstamos a empresas de los últimos años.

moratorias sobre los reembolsos de la deuda mantuvieron las deudas nominales a niveles superiores de los que habrían tenido de no aplicarse tales moratorias. Sin embargo, más recientemente el crecimiento del crédito a SNF perdió claramente impulso en algunos Estados miembros de gran tamaño, alcanzando, en la mayoría de los casos, tasas de crecimiento inferiores al nivel anterior a la pandemia a principios de 2021, a diferencia del panorama de crecimiento en los Estados miembros más pequeños (gráfico 2.3.4 b). En la medida en que la demanda de crédito por parte de las SNF se haya reducido debido a que las empresas utilizan los colchones de liquidez acumulados, los flujos de crédito pueden repuntar a su debido tiempo. Sin embargo, la reducción general del crédito también podría ser un signo de debilidad de la demanda o de la oferta de crédito, lo cual podría indicar un bajo nivel de actividad inversora en el futuro.

Las garantías de crédito y las moratorias de reembolso de la deuda ayudaron a las SNF a superar la pandemia, pero es posible que en el futuro sigan surgiendo mayores dificultades en el reembolso de la deuda. Las garantías de crédito y las moratorias para la amortización de deudas fueron medidas políticas importantes para superar la escasez de liquidez al inicio de la crisis de la COVID-19, pero también han contribuido al aumento de la deuda. En algunos casos, las empresas inviables y técnicamente insolventes habrán sido capaces de mantenerse en el mercado, diferir sus obligaciones de pago y retrasar las liquidaciones que, de otro modo, habrían tenido lugar. 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 del *stock* de deuda. La eliminación progresiva de las moratorias de reembolso a lo largo de 2021 puede revelar dificultades de reembolso de la deuda en algunas secciones del sector empresarial. La crisis de la COVID-19 no ha dado lugar hasta ahora a un aumento de las insolvencias de empresas, pero estas pueden surgir a medida que vuelve la normalidad, lo que podría exponer riesgos para el sector financiero.

Los elevados niveles de endeudamiento empresarial y la baja rentabilidad en algunos sectores podrían afectar a las perspectivas de inversión y reembolso de la deuda en el futuro. La rentabilidad de las empresas se deterioró en la mayoría de los Estados miembros en 2020 (gráfico 2.3.4 a). Aunque la rentabilidad de las empresas aumentó en los primeros meses de 2021 en casi todos los Estados miembros, siguen existiendo vulnerabilidades en los sectores de servicios más expuestos a la pandemia. La dinámica de inflación sostenida también podría dar lugar a una reducción de los márgenes de beneficio y a dificultades de reembolso de la deuda de algunas empresas en caso de que los gastos aumenten más que los ingresos, siendo la reciente evolución de los precios de la energía un factor de riesgo. La inversión en equipos disminuyó desde finales de 2019 en todos los Estados miembros excepto Chipre. El descenso fue acusado en una serie de países un alto nivel de endeudamiento empresarial, entre los que figuran Irlanda, Luxemburgo, Países Bajos y Bélgica, así como en algunos países con grandes sectores turísticos, como Italia, Malta, Portugal y España. Los elevados niveles de deuda de las empresas constituyen un factor de riesgo para la inversión privada en el futuro, sobre todo teniendo en cuenta las necesidades adicionales para apoyar las transformaciones ecológica y digital. A medida que avanza la recuperación, aparecen indicios emergentes de que pueden producirse cambios estructurales en un contexto de aumento de las perturbaciones de la cadena de suministro. Esto se puede observar en la combinación de tensión y atonía del mercado laboral y la persistente inadecuación de las cualificaciones.

Gráfico 2.3.4: Excedente bruto de explotación de empresas y flujos de préstamos bancarios a sociedades no financieras



(1) Excedente bruto de explotación a sociedades financieras y no financieras, en moneda nacional. El excedente bruto de explotación no está disponible en el caso de Bulgaria, Croacia y Malta. Los flujos de préstamos bancarios de la UE se refieren a una suma móvil de 12 meses, en miles de millones EUR.

Fuente: AMECO y BCE, base de datos BSI.

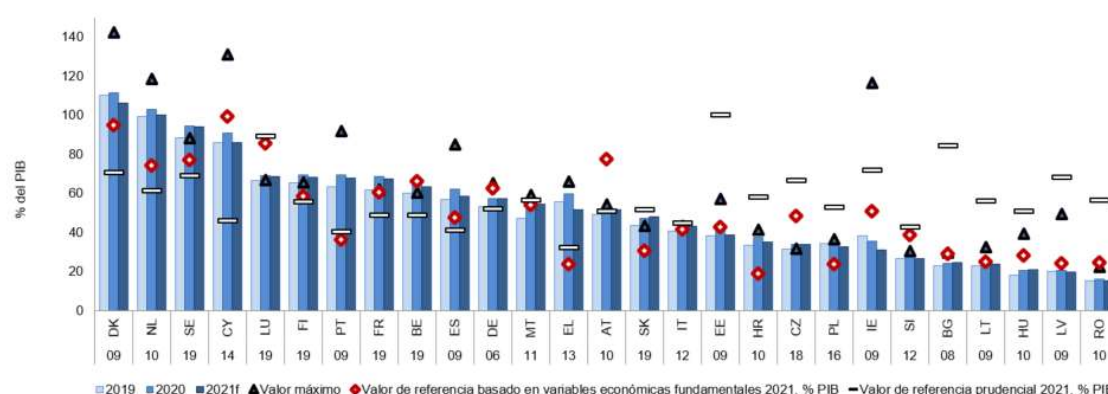
2.3.1.2. Deuda de los hogares

Con la pandemia, la deuda de los hogares aumentó en casi todos los países de la UE. Los hogares de la mayoría de los países de la UE estaban en proceso de desapalancamiento en el período previo a la pandemia, aunque seguían mostrando altos niveles de endeudamiento (gráfico 2.3.5). La pandemia interrumpió el desapalancamiento de los hogares o impulsó su mayor endeudamiento en los países que ya se encontraban en una trayectoria de deuda ascendente (gráfico 2.3.6). El aumento de los ratios de deuda de los hogares en relación con el PIB en 2020 se debió, en la mayoría de los casos, al acusado descenso del PIB (gráfico 2.3.7). Este impacto se invertirá en 2021, al menos parcialmente, a medida que las economías empiezan a recuperarse. En varios países es probable que el crecimiento dinámico del crédito, en particular de la deuda hipotecaria, contribuya a un aumento más duradero de los ratios de deuda ante la elevada actividad del mercado inmobiliario y la aceleración de los precios de la vivienda (gráfico 2.3.7 b). En general, varios países, en particular aquellos cuyas ratios de endeudamiento de los hogares en relación con el PIB superaban los valores de referencia específicos de cada país antes de la pandemia, seguirán mostrando un elevado nivel de endeudamiento de los hogares.

En 2020, los niveles de endeudamiento de los hogares en ocho países superaban el nivel que cabría esperar en vista de los valores económicos fundamentales y los umbrales prudenciales. Al igual que en 2019, se trata de Dinamarca, España, Finlandia, Francia, Grecia, Países Bajos, Portugal y Suecia (gráfico 2.3.5). La deuda de los hogares sigue superando los niveles prudenciales en Bélgica y Chipre, a pesar de ser próxima a lo que cabría esperar sobre la base de los indicadores fundamentales, mientras que está muy por encima de los valores de referencia basados en los valores fundamentales en Croacia y Eslovaquia, a pesar de que sigue siendo inferior a los niveles prudenciales. En algunos países, las ratios de deuda resultan ser considerablemente más altas cuando son calculadas como porcentaje de la renta bruta disponible (GDI, por sus siglas en inglés) de los hogares. Este es el caso de Irlanda, Luxemburgo y Malta, donde se estima que la deuda de los hogares supera el 100 % de la renta bruta disponible de los hogares. ⁽²⁰⁾

⁽²⁰⁾ En el caso de Malta, se trata de una aproximación, ya que los datos de renta bruta disponible de los hogares no están disponibles en las cuentas nacionales sectoriales de Eurostat. Esta estimación se ha obtenido utilizando la relación entre el GDI de los hogares y el PIB calculada a partir de los datos de GDI real per cápita disponibles en Eurostat (B6G_R_HAB).

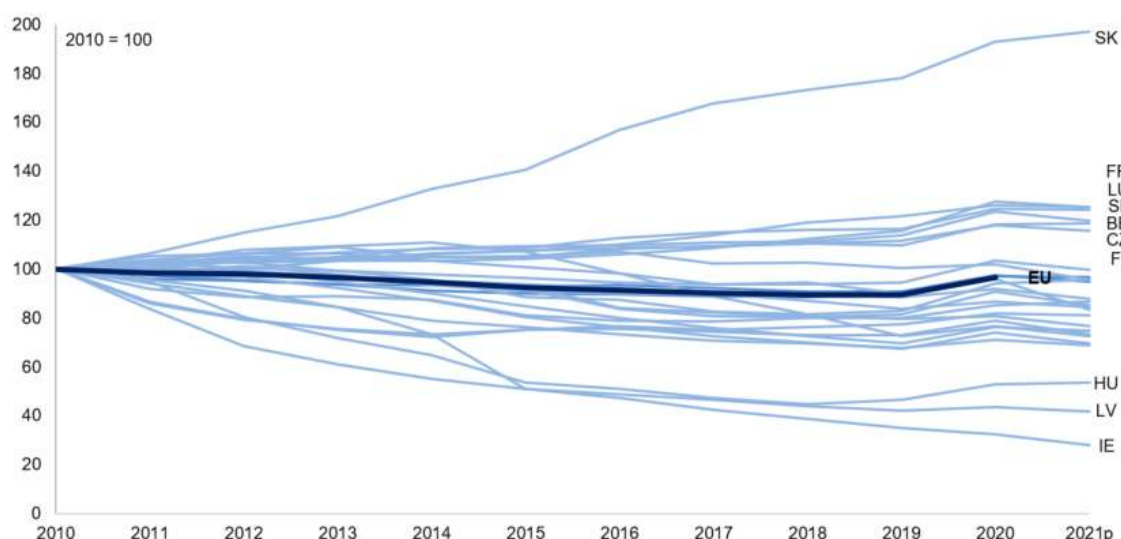
Gráfico 2.3.5: Deuda de los hogares



Nota: Los números que figuran bajo las abreviaturas de los países indican el año en que la ratio de deuda alcanzó su nivel máximo, sobre la base de datos de 1997 a 2020. Los países aparecen en orden decreciente de la ratio deuda de los hogares / PIB en 2020.

Fuente: Eurostat, AMECO, previsiones económicas del otoño de 2021 de la Comisión Europea y estimaciones de los servicios de la Comisión sobre la deuda privada en 2021 (véase el anexo 1). La deuda comprende préstamos (F4) y valores de deuda (F3).

Gráfico 2.3.6: Evolución de ratio de deuda de los hogares en porcentaje del PIB en toda la UE



Solo se han señalado aquellos países cuya evolución se desvía significativamente de la de la UE en su conjunto

Fuente: Eurostat y estimaciones de los servicios de la Comisión

Los flujos de crédito netos de los hogares se vieron menos afectados por la pandemia que los de las empresas. En 2020, las moratorias de la deuda y la reducción de los reembolsos contribuyeron a mantener los flujos netos de crédito a los hogares, con algunas variaciones de un Estados miembro a otro. En Luxemburgo y Suecia, países con una deuda de los hogares relativamente elevada (en Luxemburgo, en relación con la renta bruta disponible de los hogares), los flujos netos de crédito a los hogares en 2020 alcanzaron entre el 4 y el 5 % del PIB. En otros países con un endeudamiento de los hogares relativamente elevado, como Bélgica, Finlandia y Francia, los flujos netos fueron más contenidos y oscilaron entre el 2 % y el 3 % del PIB. Este fue también el caso en Eslovaquia, donde la deuda de los hogares se mantiene por debajo del valor de referencia prudencial, pero ha aumentado durante varios años por encima del nivel sugerido por los indicadores económicos fundamentales, y en Malta, donde la deuda de los hogares también ha aumentado y se acerca al valor de referencia prudencial.

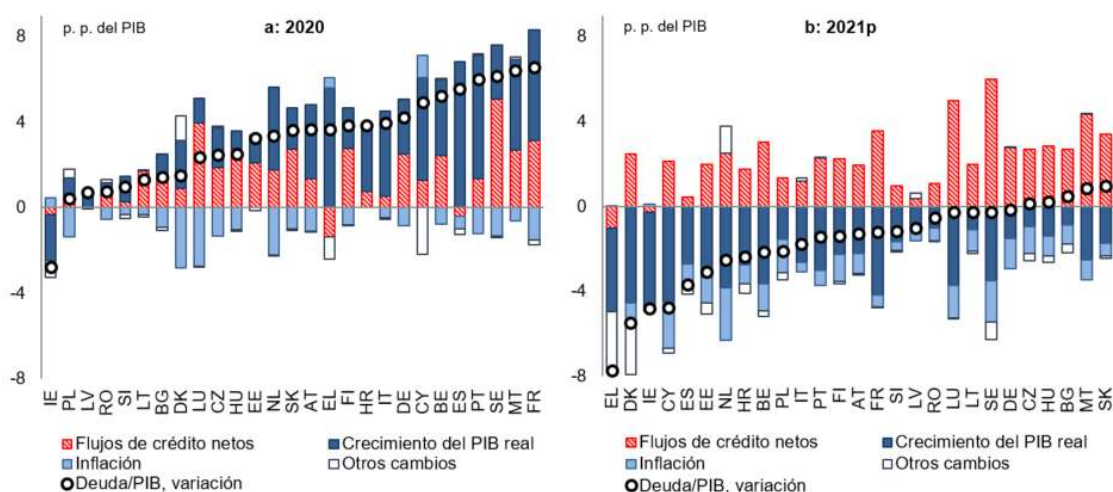
En términos agregados, los préstamos bancarios a los hogares retomaron su tendencia anterior tras los intensos meses de pandemia. La pandemia marcó un descenso temporal del flujo neto de préstamos

bancarios (gráfico 2.3.8 a). Este fue más acusado en Francia y España (entre los grandes países de la zona del euro) y, en general, correspondió a un descenso del flujo neto de préstamos al consumo (gráfico 2.3.8 b). Estos patrones pueden haber estado relacionados con restricciones de la movilidad que obstaculizaron las oportunidades de consumo. Por el contrario, los préstamos hipotecarios se mantuvieron relativamente estables hasta finales de 2020, cuando se aceleraron.

En 2021, el endeudamiento de los hogares se ha vuelto más dinámico. Se espera que los flujos netos de crédito a los hogares aumenten considerablemente en varios países este año. Las previsiones de variación de los flujos de deuda y de crédito neto basadas en los datos mensuales del BCE sobre préstamos bancarios (véase el anexo 1) indican un repunte de las operaciones en la mayoría de países. Los aumentos más pronunciados se registraron en Luxemburgo, Malta y Suecia, con aumentos de más del 4 % del PIB, seguidos de Bélgica, Francia y Eslovaquia (gráfico 2.3.7 b). En Finlandia, uno de los países con un mayor endeudamiento de los hogares, se espera que los flujos de crédito a los hogares se mantengan próximos al 2 % del PIB en 2021.

Aunque los hogares han aumentado su ahorro, los riesgos para su capacidad de servicio de la deuda aún pueden materializarse. La tasa de ahorro de los hogares aumentó en 2020 debido al ahorro forzoso durante los confinamientos o por motivos de precaución. En 2021 también se prevé que la tasa de ahorro agregada de los hogares supere su nivel de 2019. Las tasas de ahorro de los hogares siguen siendo relativamente bajas en Chipre y Grecia. Dinamarca también tiene una tasa de ahorro significativamente inferior a la de otros países con un endeudamiento elevado en términos de renta bruta disponible de los hogares (gráfico 2.3.9 a). A lo largo de 2020 y principios de 2021, los hogares acumularon activos financieros, en particular depósitos, lo que dio lugar a un fortalecimiento de su situación financiera. Los riesgos de reembolso de la deuda relacionados con un aumento del desempleo que afecte negativamente a la renta de los hogares siguen siendo limitados (gráfico 2.3.9 b). Sin embargo, aunque los hogares se enfrentan actualmente a una carga de intereses muy baja, un cambio en la orientación de la política monetaria puede afectar a su capacidad de servicio de la deuda, especialmente en los países en los que predominan los contratos a tipo de interés variable. ⁽²¹⁾

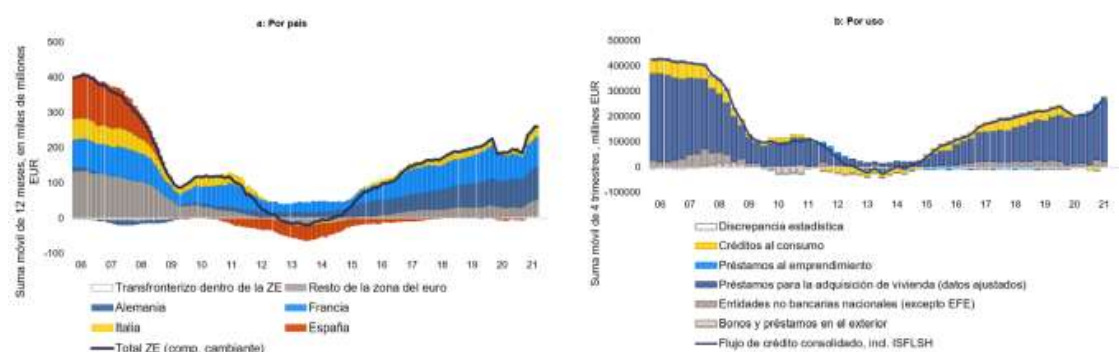
Gráfico 2.3.7: Desglose de la variación de la ratio deuda de los hogares / PIB en 2020 y 2021



Fuente: Eurostat. 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 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).

⁽²¹⁾ La proporción de contratos a tipo de interés variable en los nuevos préstamos para la adquisición de vivienda ha sido superior o cercana al 90 %, al menos desde 2013, en Bulgaria, Chipre, Finlandia y Letonia.

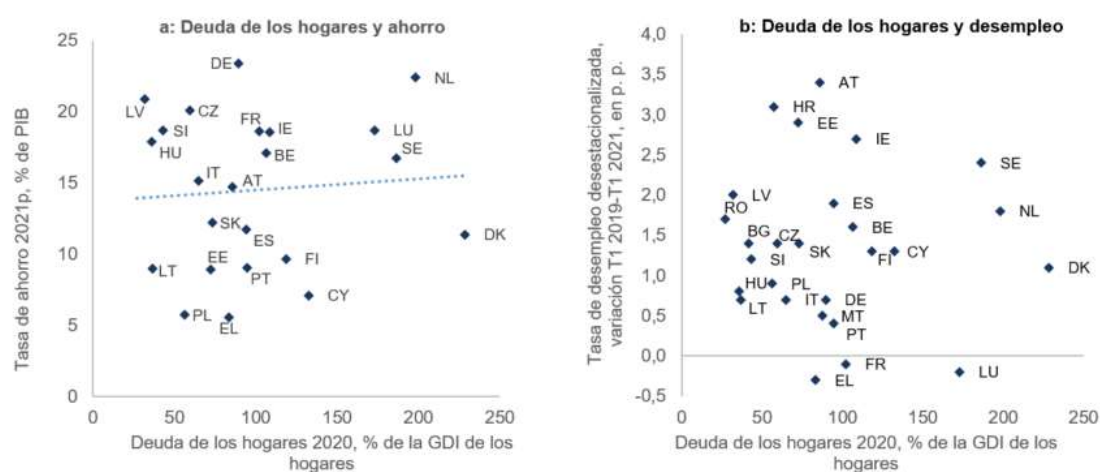
Gráfico 2.3.8: Flujo de préstamos bancarios a los hogares en la zona del euro



Nota: Gráfico a: Suma móvil de 12 meses y gráfico b: Suma móvil de 4 trimestres

Fuente: BCE

Gráfico 2.3.9: Endeudamiento de los hogares, ahorro de los hogares y riesgos de desempleo



Fuente: Eurostat y AMECO. La GDI de Malta se ha obtenido utilizando la relación entre la GDI de los hogares y el PIB calculada a partir de los datos de GDI real per cápita disponibles en Eurostat (B6G_R_HAB). En el caso de Bulgaria y Croacia, la GDI de los hogares también se calculó utilizando el PIB de 2020 y la última relación disponible entre GDI y PIB, ya que no se dispone de datos de GDI de 2020 para estos países.

2.3.2. VIVIENDA

En 2020, diez Estados miembros experimentaron subidas de los precios reales de la vivienda por encima del umbral del cuadro de indicadores del 6 %. Se trata de Austria, Croacia, Estonia, Alemania, Lituania, Luxemburgo, Países Bajos, Polonia, Portugal y Eslovaquia (gráfico 2.3.10 b), en el caso de dos países hace más de un año. En el caso de Croacia, Luxemburgo, Polonia y Eslovaquia, este es el segundo año consecutivo en el que el precio de la vivienda ha aumentado por encima de este umbral, mientras que Portugal viene registrando aumentos superiores al 6 % cada año desde 2016.

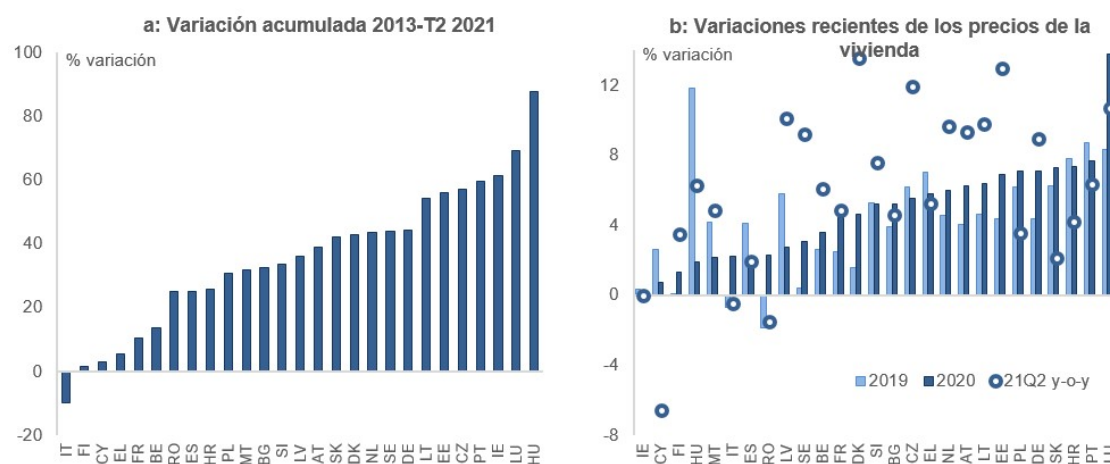
En 2021, los precios de la vivienda han seguido experimentando un fuerte crecimiento en la mayoría de los Estados miembros. Los precios reales de la vivienda se han acelerado aún más en el primer semestre de este año, y catorce países de la UE han registrado aumentos interanuales de los precios reales de la vivienda superiores al 6 % (gráfico 2.3.10 b). En Chequia, Dinamarca, Estonia, Letonia y Luxemburgo, el crecimiento real interanual superó el 10 %. Durante los dos primeros trimestres de 2021, los precios reales de la vivienda disminuyeron en Chipre y, en menor medida, en Rumanía, y se mantuvieron básicamente constantes en Irlanda e Italia.

El crecimiento de los precios de la vivienda se ha visto impulsado por una serie de factores que alimentan la demanda y limitan la oferta. Las restricciones de suministro ya existían antes de la pandemia y, aunque los bloqueos las exacerbaban temporalmente, cabe esperar que persistan en los

próximos años. Es posible que la pandemia haya dado lugar a algunos cambios estructurales en la demanda de vivienda, ya que la transición al teletrabajo puede cambiar las preferencias geográficas. En algunos lugares, esto podría provocar que la demanda supere la oferta. Las condiciones financieras han sido flexibles y es probable que, en general, sigan respaldando la elevada demanda de vivienda. Dado que la renta de los hogares está creciendo con la recuperación, parece probable un nuevo aumento de los precios de la vivienda.

Las recientes subidas de los precios de la vivienda refuerzan la tendencia al alza constante que los precios de la vivienda vienen experimentando desde 2013 en toda la UE. Los precios reales de la vivienda han aumentado en todos los Estados miembros, con excepción de Italia. Los mayores aumentos, por orden decreciente, se han observado en Hungría, Luxemburgo, Irlanda, Portugal, Chequia, Estonia y Lituania (gráfico 2.3.10 a). En 2020, el único país de la UE en el que esta tendencia al alza no se mantuvo fue Irlanda, que tuvo precios globalmente estables en 2019 y 2020.

Gráfico 2.3.10: Variaciones de los precios reales de la vivienda



Nota: Los datos de Grecia se refieren al primer trimestre de 2021 en vez de al segundo

Fuente: Eurostat y cálculos de los servicios de la Comisión

Los precios de la vivienda parecen estar sobrevalorados en la mayoría de los países de la UE. La comparación de los índices de precios de la vivienda con valores de referencia que tienen en cuenta el impacto de los factores fundamentales de los precios, como la renta y la demografía, muestra amplias pruebas de sobrevaloración.⁽²²⁾ Este es el caso especialmente en Austria, Bélgica, Chequia, Dinamarca, Francia, Alemania, Hungría, Luxemburgo, Países Bajos, Portugal, Eslovaquia y Suecia, que presentan diferencias considerables (gráfico 2.3.11 a). Las medidas de asequibilidad —basadas en el número de años de ingresos medios necesarios para adquirir una vivienda de 100 m²⁽²³⁾— muestran una fuerte sobrevaloración en Malta, Irlanda y Croacia, mientras que se necesitan más de diez años de ingresos para comprar una vivienda de 100 m² en otros once Estados miembros. Se trata de Austria, Chipre, Estonia, Francia, Grecia, Hungría, Países Bajos, Polonia, Portugal, España y Suecia (gráfico 2.3.11 b).

En una serie de casos, los indicios de una posible sobrevaloración de los precios de la vivienda se combinan con un alto endeudamiento de los hogares o con la aceleración del crédito hipotecario.

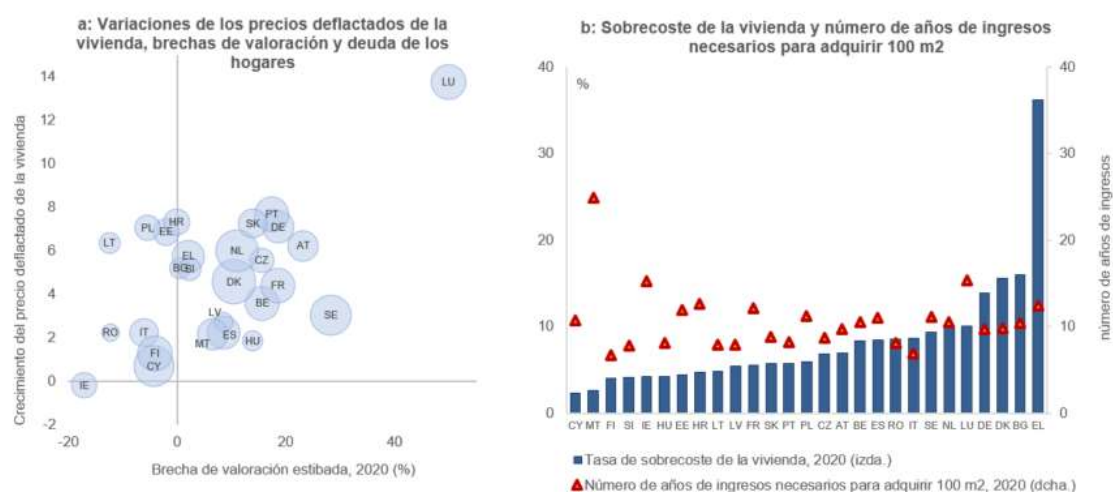
⁽²²⁾ Las brechas en la valoración de los precios de la vivienda se calculan con respecto a valores de referencia para reflejar los efectos específicos de cada país. Las brechas de valoración sintética se basan en la diferencia obtenida con distintos valores de referencia: i) desviación de la ratio precios/ingresos 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. Philipponnet y A. Turrini (2017), «Assessing House Price Developments in the EU» («Análisis de la evolución de los precios de la vivienda en la UE», Documento de reflexión de la Comisión Europea n.º 048, mayo de 2017)]. 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.

⁽²³⁾ 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» [«Evaluación del precio de la vivienda: información de "Houselev", un conjunto de datos de estimaciones del nivel de precios»], European Economy, Discussion Paper n.º 101, julio de 2019.

Luxemburgo combina unos precios de la vivienda elevados y con un fuerte crecimiento con niveles de deuda de los hogares muy elevados. Austria, Bélgica, Dinamarca, Francia, Alemania, Países Bajos, Portugal y Suecia presentan signos de posible sobrevaloración de los precios de la vivienda, junto con un endeudamiento sustancial —o muy elevado, en el caso de Dinamarca— de los hogares. En el caso de Eslovaquia, los indicios de una posible sobrevaloración de los precios de la vivienda coinciden con el mayor aumento de la deuda de los hogares en los últimos años, si bien este aumento parte de un nivel bajo.

Los riesgos de ajustes sustanciales a la baja de los precios de la vivienda se ven atenuados por la presencia de restricciones del lado de la oferta, pero persisten las preocupaciones económicas. En muchos Estados miembros se han aplicado medidas macroprudenciales que han contribuido a reducir los riesgos para la estabilidad financiera global en relación con el mercado de la vivienda.⁽²⁴⁾ Una oferta de vivienda menos dinámica contribuyó a la subida de los precios; sin embargo, el descenso de la construcción también reduce el impacto económico directo de una corrección de los precios de la vivienda.

Gráfico 2.3.11: Precios de la vivienda, parámetros de valoración, deuda de los hogares y sobrecarga del coste de la vivienda



Notas: El tamaño de las burbujas del gráfico del panel izquierdo corresponde a la deuda de los hogares en porcentaje del PIB en 2020. Véase la nota a pie de página 22 para obtener información sobre las brechas de valoración. La tasa de sobrecoste de la vivienda es el porcentaje de la población que vive en un hogar en el que los costes totales de la vivienda (descontando las ayudas a la vivienda) representan más del 40 % de la renta disponible (descontando las ayudas a la vivienda).

Fuente: Eurostat y cálculos de los servicios de la Comisión

La asequibilidad de la vivienda se ha deteriorado. Dado que los precios de la vivienda han aumentado más rápidamente que los ingresos de los hogares, la asequibilidad de la vivienda se ha deteriorado. Los aumentos del precio de la vivienda no se reflejan, en general, en una aceleración del endeudamiento de los hogares, pero esto podría ocurrir en el futuro a medida que las compras de vivienda sean más caras. En 2020, el crecimiento del precio de la vivienda superó el crecimiento de la renta en todos los países de la UE, excepto en Letonia, Chipre e Irlanda. En Luxemburgo, Alemania, Dinamarca y Bulgaria, más del 10 % de la población gasta al menos el 40 % de su renta disponible en gastos de vivienda; en Grecia, esta es la situación de más del 36 % de la población (gráfico 2.3.11 b). Aparte de los evidentes efectos sociales, esto también puede tener importantes implicaciones macroeconómicas, principalmente debido a una asignación desacertada de los recursos. Los elevados precios de la vivienda pueden dar lugar a una

⁽²⁴⁾ Las medidas macroprudenciales son supervisadas por la Junta Europea de Riesgo Sistémico (JERS). 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. Se espera una actualización del informe de 2019 para principios de 2022.

reducción del consumo privado agregado y aumentar la balanza comercial exterior neta si los compradores de viviendas tienen una propensión a consumir superior a la media. Si va acompañada de préstamos, esta situación puede dar lugar a una desviación del crédito de inversiones que fomenten la productividad. Por último, también es importante señalar que la falta de viviendas asequibles puede afectar negativamente a la movilidad laboral y, por extensión, a la competitividad.

El mercado de bienes inmuebles comerciales se vio significativamente afectado por la perturbación de la COVID-19 en un contexto de desplome de las operaciones y correcciones de precios. Los bienes inmuebles comerciales se han disociado de la evolución de los bienes inmuebles residenciales desde el brote de COVID-19. Las transacciones de bienes inmuebles comerciales descendieron significativamente, y su segmento minorista sufrió una importante corrección de precios. Aunque los datos sobre bienes inmuebles comerciales no están completos, y por tanto no permiten una evaluación sólida de los riesgos y las vulnerabilidades, las encuestas a los inversores sugieren que el clima de los mercados sigue deteriorándose.⁽²⁵⁾ Esto puede representar un riesgo para algunos bancos, ya que los bienes inmuebles comerciales se utilizan habitualmente como garantía para los préstamos a sociedades no financieras, y especialmente a fondos inmobiliarios, que son los principales titulares directos de inmuebles comerciales.

⁽²⁵⁾ BCE (2021): «Financial Stability Review» [«Informe sobre la estabilidad financiera»], mayo de 2021, sobre la base del RICS Global Commercial Property Monitor.

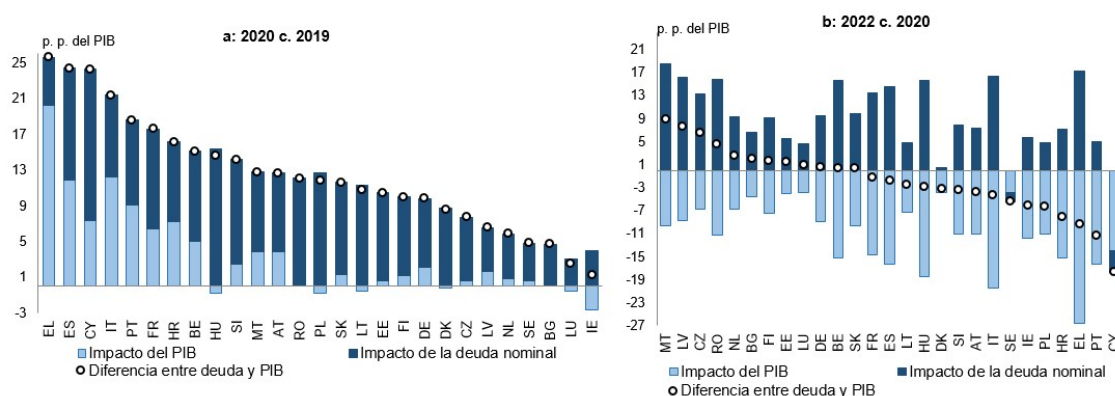
2.4. SECTOR PÚBLICO

La crisis de la COVID-19 y las medidas adoptadas por los gobiernos para amortiguarla han tenido un gran impacto en la deuda pública, que aumentó en todos los Estados miembros en 2020. En 2020, la deuda pública superó el umbral del cuadro de indicadores (60 % del PIB) en trece Estados miembros (Austria, Bélgica, Croacia, Chipre, Finlandia, Francia, Alemania, Grecia, Hungría, Italia, Portugal, Eslovenia y España), dos más que en 2019, cuando Finlandia y Alemania estaban por debajo del umbral. Si bien las medidas introducidas en 2020, en su mayoría temporales, tuvieron un efecto inmediato de aumento de la deuda, al incrementar su valor nominal, redujeron el impacto de la recesión provocada por la pandemia en otros sectores de la economía.

Los aumentos de la deuda pública en 2020 han sido más pronunciados en los países gravemente afectados por la perturbación provocada por la COVID-19. El aumento en 2020 fue superior a 20 puntos porcentuales del PIB en el caso de Chipre, Grecia, Italia y España. Para 2022, se prevé que los mayores aumentos del PIB en relación con sus niveles de 2019 se hayan producido en Bélgica, Grecia, España, Francia, Italia y Malta. De ellos, Bélgica, Francia, Grecia, Italia y España iniciaron la pandemia con altos niveles de deuda, cuya estabilización se prevé para 2022.

El aumento de la ratio deuda con respecto al PIB entre 2019 y 2020 fue resultado de un aumento de la deuda nominal y de una brusca caída del PIB. En la mayoría de los países, la mayor contribución se debió al aumento de la deuda nominal, que incluye el impacto de las medidas políticas adoptadas para apoyar a los demás sectores de la economía. Sin embargo, en el caso de Grecia e Italia, más de la mitad del aumento de la ratio de deuda se debió al efecto denominador, que es más considerable para unos niveles de deuda iniciales más elevados y donde la recesión fue más fuerte (gráfico 2.4.1).

Gráfico 2.4.1: Desglose de las variaciones de las ratios deuda pública / PIB



Fuente: AMECO, previsiones económicas del otoño de 2021 de la Comisión Europea

Las perspectivas para 2021 y 2022 prevén una estabilización general de la deuda pública, aunque en algunos casos seguirá aumentando. A finales de 2022 se espera que alrededor de la mitad de los Estados miembros tengan una ratio deuda pública / PIB por encima de sus niveles de 2020 (gráfico 2.4.1 b). En varios países, se prevé que la deuda pública siga aumentando en 2021 a causa de unos déficits públicos aún considerables (gráficos 2.4.2 y 2.4.3 b); en Malta y Eslovaquia, se espera que supere el 60 % del PIB. En 2022, la ratio de deuda en relación con el PIB debería seguir una tendencia descendente en la mayoría de países, aunque se prevé que aumente en Bélgica, Chequia, Estonia, Letonia, Malta y Rumanía si no se produce un cambio de su política económica.

Las condiciones de financiación pública han sido favorables. El rendimiento de la deuda pública se mantuvo estable o incluso mostró una ligera tendencia a la baja en 2020, justo después de un ligero repunte al inicio de la pandemia. Aumentó ligeramente en 2021, mostrando al mismo tiempo una trayectoria de convergencia, especialmente entre los países de la zona del euro. El rendimiento de la deuda pública en Polonia, Chequia y Hungría ha aumentado ligeramente, mientras que en el caso de Rumanía los incrementos han sido más pronunciados. La menor volatilidad se debió a las medidas

políticas de apoyo a la financiación pública. La política monetaria aplicada por el BCE y otros bancos centrales de la UE fue decisiva a este respecto, y la orientación fiscal favorable y las medidas de política monetaria se han reforzado mutuamente para mantener la confianza y la estabilidad.

Las necesidades brutas de financiación aumentaron significativamente en 2020, pero se espera que disminuyan constantemente a lo largo de los próximos años. El brote de la pandemia dio lugar a un aumento notable de las necesidades brutas de financiación en todos los Estados miembros, en muchos casos de más del 10 % del PIB (Austria, Chipre, Finlandia, Francia, Italia, Malta, Polonia, Eslovaquia, Eslovenia y España). Las mayores necesidades brutas de financiación en 2020, de alrededor del 30 % del PIB, se registraron en Italia y España (gráfico 2.4.3 a). Se prevé que las necesidades de financiación empiecen a disminuir en 2021 o 2022 en la mayoría de los Estados miembros, en consonancia con la disminución del déficit a lo largo de los próximos años (gráfico 2.4.3 b). No obstante, se prevé que en 2022 las necesidades brutas de financiación superen el 20 % del PIB en Francia, Italia y España.

La estructura de la deuda pública podría agravar los riesgos en algunos casos, como el de Bulgaria⁽²⁶⁾, Croacia, Hungría y Rumanía, donde la proporción de deuda denominada en moneda extranjera es más elevada.⁽²⁷⁾ A este respecto destacan, en particular, la importancia de la deuda en moneda extranjera en los países no pertenecientes a la zona del euro y las mayores necesidades de refinanciación asociadas a estructuras tendentes a un vencimiento medio bajo. Los mercados nacionales menos desarrollados y líquidos también podrían generar riesgos de financiación en algunos casos.

También existen algunos factores atenuantes de los mayores riesgos para la sostenibilidad de la política fiscal en comparación con el período anterior a la pandemia. En la próxima década, se prevé que la deuda se mantenga por encima de los niveles anteriores a la pandemia en aproximadamente un tercio de los Estados miembros.⁽²⁸⁾ No obstante, se espera que los diferenciales favorables entre el tipo de interés y el crecimiento del PIB en los próximos años ayuden a estabilizar o a reducir las ratios de deuda. Los riesgos de la política fiscal también podrían atenuarse gracias a mayores plazos de vencimiento de la deuda, a fuentes de financiación relativamente estables y a los costes del endeudamiento, en mínimos históricos. Al mismo tiempo, la aplicación eficaz de las reformas y la inversión en el marco del Mecanismo de Recuperación y Resiliencia debe servir de apoyo para el crecimiento potencial y mejorar la sostenibilidad de la deuda.

Los riesgos potenciales se derivan de un aumento de los tipos de interés o de la materialización de las garantías relacionadas con la COVID-19. El aumento de los tipos de interés podría dar lugar a aumentos de los pagos de intereses, especialmente en los países que tengan grandes necesidades de financiación en el futuro. El *stock* de garantías también podría generar costes fiscales adicionales: aumentó 14 puntos porcentuales del PIB en la zona del euro entre 2019 y 2020. Los gobiernos con menos margen de maniobra de política fiscal (particularmente Bélgica, Francia, Italia, Portugal y España) aplicaron regímenes de garantía más generosos. Si bien estos regímenes permitieron la concesión de ayudas sin afectar directamente a los saldos fiscales, aumentarán la deuda pública en caso de ejecución de las garantías.⁽²⁹⁾

De cara al futuro, será importante para la recuperación gestionar la senda adecuada para restablecer la sostenibilidad de la política fiscal. Se espera que la cláusula general de salvaguardia del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, que permitió a los Estados miembros apoyar a sus economías en medio de la crisis de la COVID-19, se desactive a partir de 2023. Cuando las condiciones económicas lo permitan, será esencial lograr una situación fiscal prudente a medio plazo y garantizar la sostenibilidad de la política fiscal a medio plazo. Los riesgos relacionados con la elevada deuda pública deben equilibrarse con los asociados a la retirada prematura de las medidas fiscales relativas a la COVID-19, ya que pueden

⁽²⁶⁾ En Bulgaria, el riesgo derivado de la composición monetaria de la deuda externa se ha mitigado debido al régimen de junta monetaria. Además, en el caso de Bulgaria y Croacia, la adhesión al MTC II también puede suavizar los riesgos de sostenibilidad de la deuda gracias a unas primas de riesgo más bajas.

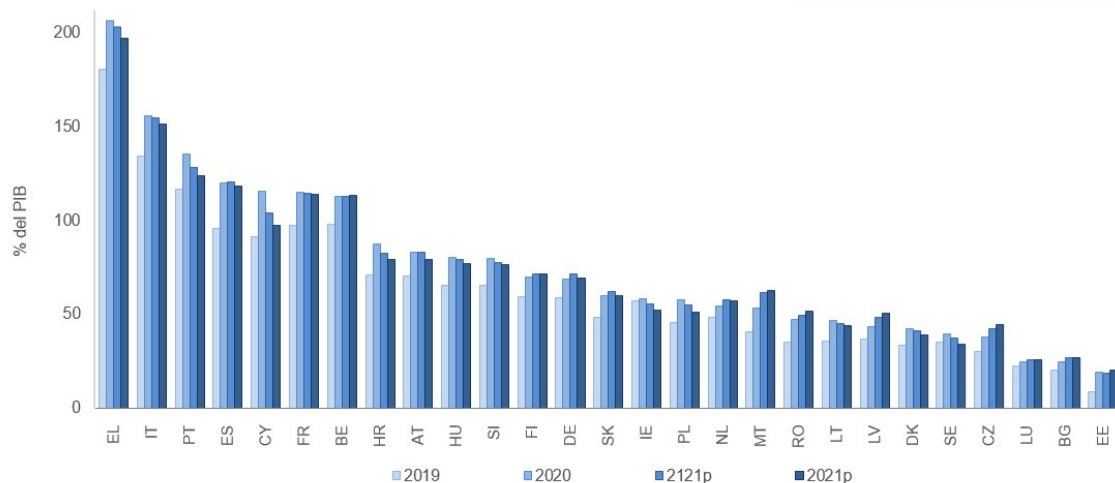
⁽²⁷⁾ En julio de 2021, la proporción de deuda pública denominada en moneda extranjera era de: Bulgaria 82 %, Croacia 72,1 %, Rumanía 51,1 %, Polonia 22,9 %, Hungría 21,7 %, Suecia 20 %, Dinamarca 10,1 % y Chequia 8 %.

⁽²⁸⁾ Comisión Europea (2021), [The 2021 Stability and Convergence Programmes: an Overview, with an Assessment of the Euro Area Fiscal Stance](#) [«Los Programas de Estabilidad y Convergencia de 2021: resumen y evaluación de la orientación de la política fiscal en la zona del euro»].

⁽²⁹⁾ BCE (2021), «Financial Stability Review» [«Informe sobre la estabilidad financiera»].

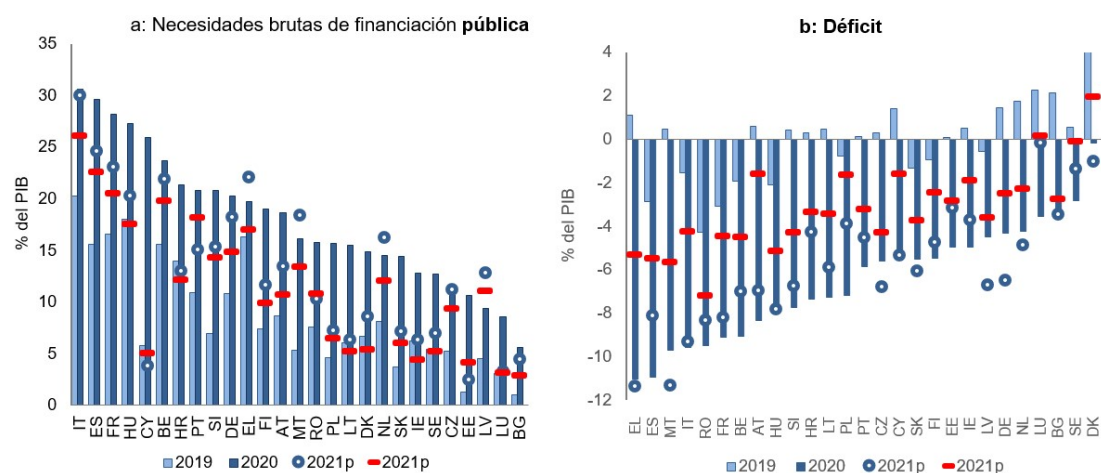
ralentizar la recuperación ⁽³⁰⁾ y tener un impacto negativo en el crecimiento a lo largo del tiempo. En el caso de países como Bélgica, Chipre, Francia, Portugal y España, con altos niveles de deuda pública y privada, las repercusiones para la evolución del crecimiento pueden ser aún más acusadas.

Gráfico 2.4.2: Deuda pública



Fuente: Previsiones económicas del otoño de 2021 de AMECO y de la Comisión Europea

Gráfico 2.4.3: Necesidades y déficit brutos de financiación pública



Fuente: AMECO, previsiones económicas del otoño de 2021 de la Comisión Europea y cálculos de los servicios de la Comisión

⁽³⁰⁾ FMI (2021), Monitor Fiscal, abril de 2021.

2.5. SECTOR FINANCIERO

Hasta la fecha, el sector bancario de la UE ha demostrado su resiliencia frente a la pandemia aunque sigue estando marcado por retos preexistentes, como la baja rentabilidad. El sector bancario de la UE inició la pandemia con un buen nivel de capitalización tras varios años de fortalecimiento después de las graves consecuencias de la crisis financiera mundial y la crisis de la deuda soberana. Sin embargo, la solidez del sector ha variado de un país a otro; algunos de ellos siguen caracterizándose por un importante nivel de préstamos dudosos y la baja rentabilidad es motivo de preocupación generalizada.

- **El sector bancario de la UE ha seguido siendo resiliente, tanto debido a su sólida posición de partida como a las medidas políticas adoptadas durante la pandemia.** En general, en los años anteriores a la pandemia se crearon colchones de capital sólidos, y tanto el capital ordinario de nivel 1 como el coeficiente de solvencia siguieron aumentando en 2020 con la ayuda de límites reglamentarios a los dividendos. Los préstamos dudosos siguieron disminuyendo en un contexto de enajenación de los activos heredados, y los nuevos préstamos dudosos se vieron mitigados por las moratorias al reembolso de préstamos introducidas tras el inicio de la pandemia. El nuevo crédito se respaldó, a su vez, con garantías públicas para los préstamos a empresas y con una relajación macroprudencial temporal, y las condiciones financieras siguieron siendo laxas en 2021. El aumento de los pasivos del sector financiero siguió siendo limitado en 2020, y solo Estonia, Grecia, Hungría y Lituania superaron el umbral del cuadro de indicadores. Las recientes pruebas de resistencia llevadas a cabo por la Autoridad Bancaria Europea (ABE) muestran que, en general, el sector bancario de la UE es resiliente, aunque existen grandes diferencias entre los bancos, y aquellos que se centran en la concesión de préstamos nacionales o que tienen menores ingresos netos por intereses sufrirían un mayor agotamiento del capital ⁽³¹⁾.
- **Uno de los principales retos del sector bancario de la UE sigue siendo su baja rentabilidad** (gráfico 2.5.1 a). La rentabilidad de los recursos propios, que ha sido persistentemente baja en la mayoría de los Estados miembros, siguió disminuyendo en 2020 debido al aumento de las provisiones para insolvencias y a la disminución de los ingresos. La rentabilidad pasó a ser negativa en Chipre, Grecia, Irlanda, Portugal y España. En 2021 hay indicios de recuperación de la rentabilidad. ⁽³²⁾
Esta evolución cautelosamente positiva también se refleja en la valoración de mercado de los bancos de la UE. Desde el otoño pasado, estos se han recuperado gradualmente hasta alcanzar los niveles anteriores a la pandemia, pero se mantienen ligeramente por debajo de los mercados de valores generales.
- **El sector bancario de algunos países de la UE sigue enfrentándose a combinaciones de rentabilidad muy baja, ratios de capital inferiores a la media o un gran número de préstamos dudosos** (gráfico 2.5.1). ⁽³³⁾ En Grecia, aunque la ratio de préstamos dudosos ha disminuido

⁽³¹⁾ En julio de 2021, la Autoridad Bancaria Europea (ABE) publicó los resultados de las pruebas de resistencia a escala de la UE, en las que participaron cincuenta bancos de quince países de la UE y del EEE que representan el 70 % de los activos del sector bancario de la UE. Este ejercicio se centró específicamente en los préstamos sujetos a moratorias y con garantías públicas. La prueba de resistencia de este año planteaba un escenario prolongado de COVID-19 en un entorno de tipos de interés «más bajos durante más tiempo» asumiendo una disminución del PIB de la UE del 3,6 % a lo largo de tres años. Los resultados sugieren que el sector bancario de la UE mantendría un coeficiente de capital ordinario de nivel 1 superior al 10 %, con un agotamiento de capital de 265 000 millones EUR, frente a un coeficiente de capital de nivel 1 ordinario inicial del 15 %. La mayor parte del agotamiento del capital sería atribuible a pérdidas crediticias. El escenario también daría lugar a una disminución significativa de la contribución de los beneficios procedentes de las actividades continuadas, especialmente de los ingresos netos por intereses.

⁽³²⁾ La rentabilidad mediana de los recursos propios de los bancos de la UE disminuyó del 5,8 % en 2019 al 2,7 % en 2020. Sin embargo, aumentó hasta el 7,1 % en el segundo trimestre de 2021.

⁽³³⁾ 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 (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 datos armonizados sobre las ratios de préstamos dudosos solo están disponibles desde 2014. Por consiguiente, en cuanto a los datos sobre el «nivel máximo», el gráfico 2.5.1 b presenta datos relativos a la ratio entre los instrumentos de deuda dudosos (NPD, por sus siglas en inglés) (datos brutos) y los instrumentos de deuda total bruta, que está disponible en series cronológicas más largas, y que hace referencia, además de a los préstamos, a otros instrumentos de deuda mantenidos por el sector bancario. Esto último suele ser ligeramente inferior a las ratios de préstamos dudosos, sobre todo porque el denominador es mayor, es decir, el total de los instrumentos de deuda (datos

significativamente, sigue siendo elevada, ⁽³⁴⁾ mientras que la rentabilidad pasó a ser negativa en 2020 y los ratios de capital figuran entre las más bajas de la UE. Los bancos chipriotas también han registrado reducciones considerables en sus elevadísimos ratios de préstamos dudosos, mientras que la rentabilidad también pasó a ser negativa en 2020. En otros países, los ratios de préstamos dudosos han disminuido notablemente en los últimos años, pero siguen cerca del 5 % en Bulgaria, Croacia y Polonia. La ratio de capital es muy inferior a la media en España y Portugal, países en los que la rentabilidad también pasó a ser ligeramente negativa en 2020.

Persisten los riesgos para el sector bancario, y el impacto total de la crisis en la calidad de los activos, la rentabilidad y los colchones de capital solo será apreciable una vez que se retiren completamente las medidas de apoyo. El impacto de la perturbación provocada por la COVID-19 en el sector bancario se ha visto limitado por amplias medidas políticas de apoyo, dirigidas principalmente al sector empresarial. Estas medidas se están retirando gradualmente, y la mayoría de ellas vencen a finales de 2021. Su retirada pondrá de manifiesto los problemas de liquidez o solvencia subyacentes. Esto representa un riesgo para el sector bancario, ya que los deudores tendrán que hacer frente a obligaciones de reembolso de las que han estado protegidos.

- **Las dificultades de solvencia de las empresas y de los hogares todavía pueden materializarse a medida que se restablezca la normalidad.** La deuda privada ya era elevada en varios Estados miembros antes de la pandemia, y siguió aumentando en 2020. Los problemas de solvencia de las empresas representan un riesgo importante, especialmente en algunos sectores más afectados por la crisis. Hasta ahora, las insolvencias empresariales se han mantenido a un nivel bajo. Hasta ahora, los riesgos relacionados con la deuda hipotecaria de los hogares han sido contenidos por los regímenes públicos de apoyo a la renta y el aumento del ahorro de los hogares. Los problemas de oferta existentes desde hace tiempo en los mercados de la vivienda reducen el riesgo de ajustes a la baja significativos de los precios de la vivienda. No obstante, las futuras cuestiones de solvencia en el sector empresarial podrían tener repercusiones en el empleo y afectar también a la solvencia de los hogares.
- **Se prevé un aumento de los préstamos dudosos, especialmente en algunos sectores y países.** Las dificultades para el reembolso de la deuda de las SNF cuya rentabilidad se ha visto más afectada podrían dar lugar a un incremento de los préstamos dudosos. Ya se ha producido un aumento notable de los préstamos de la fase 2, que representan préstamos con un aumento significativo del riesgo de crédito. ⁽³⁵⁾ El porcentaje de préstamos de la fase 2 en la zona del euro fue del 13 % en 2020, y se espera que aumente hasta el 17 % en 2021. ⁽³⁶⁾ La distribución regional de las actividades económicas implica que el aumento de los préstamos dudosos puede distribuirse de forma desigual entre las regiones y, por lo tanto, afectar de manera desproporcionada a los sectores bancarios de determinados países. ⁽³⁷⁾ El aumento de los tipos de interés puede representar otro reto para las empresas con un elevado nivel de apalancamiento y colchones de liquidez reducidos.
- **Es preciso supervisar atentamente los bucles de retroalimentación entre los bancos, los emisores soberanos y las SNF.** En la zona del euro, el programa de ayuda de emergencia frente a la pandemia

brutos) es mayor que el total de los préstamos. La diferencia entre ambas ratios asciende en la actualidad a 5 puntos porcentuales en el caso Grecia y 2 puntos porcentuales en el de Chipre, mientras que para la mayoría de los Estados miembros se sitúa por debajo de 1 punto porcentual.

⁽³⁴⁾ El gráfico 2.5.1 b se basa en datos del primer trimestre de 2021, cuando la ratio de préstamos dudosos de Grecia era 26 %. Los datos del segundo trimestre de 2021 publicados después de la fecha límite del IMA (22 de octubre de 2021) apuntan a una reducción muy sustancial de la ratio de préstamos dudosos hasta el 16 % (valor provisional).

⁽³⁵⁾ Los préstamos de la fase 2 son préstamos cuyo riesgo de crédito ha aumentado significativamente desde su reconocimiento inicial, pero, a diferencia de los préstamos de la fase 3, aún no se consideran préstamos con deterioro crediticio o en situación de impago.

⁽³⁶⁾ BCE, «Financial Stability Review» [«Informe sobre la estabilidad financiera»], mayo de 2021.

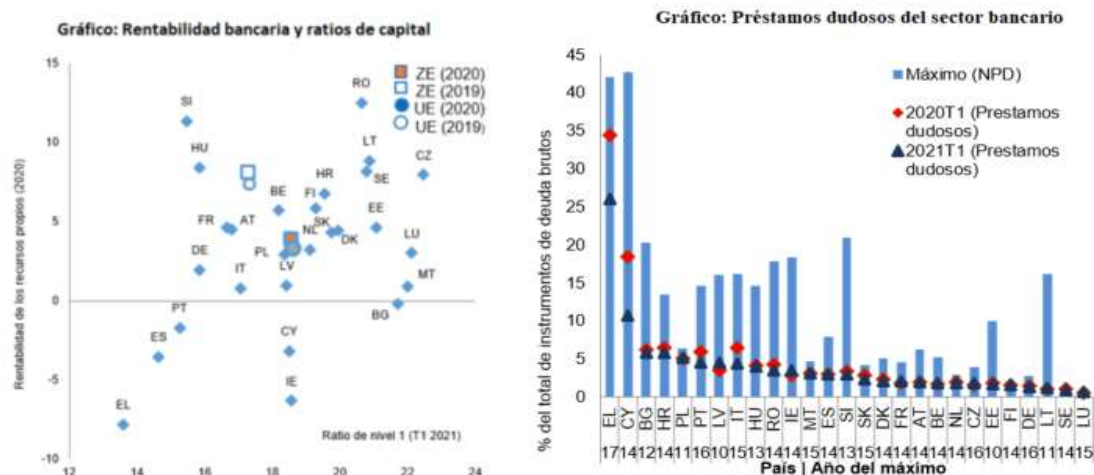
⁽³⁷⁾ Los datos de la zona del euro confirman que el aumento de los préstamos de la fase 2 fue más pronunciado en los sectores más afectados por la pandemia y las restricciones a la movilidad; por ejemplo, en los servicios de alojamiento pasaron del 7 % en 2019 al 25 % en 2020, y en el sector del arte y el entretenimiento aumentaron del 6 % al 23 %. BCE (2021): «Financial Stability Review» [«Informe sobre la estabilidad financiera»], mayo de 2021. Se observan tendencias similares en los datos recientes sobre préstamos dudosos. El cuadro de riesgos de la ABE para el segundo trimestre de 2021 muestra un aumento de las diferencias en la calidad de los activos entre los distintos sectores. Por ejemplo, en el caso de los servicios de hostelería, la ratio de préstamos dudosos siguió aumentando, pasando del 9 % en el primer trimestre de 2021 al 9,6 % en el segundo trimestre de ese año, aumento que fue del 7,9 % al 8,2 % en el caso del sector de las artes, el entretenimiento y el ocio.

del BCE contribuyó al clima flexible de los mercados financieros y a la estabilidad del sector bancario durante la pandemia. Sin embargo, los bancos de algunos países absorbieron una gran proporción de la deuda pública de nueva emisión, impulsada, en parte, por las medidas de apoyo a los sectores empresariales. Esto representa un riesgo en vista de la interconexión entre los balances bancarios, el sector empresarial y el nivel de deuda pública, en particular en una situación de posibles aumentos de los tipos a largo plazo a escala mundial.

Algunos retos estructurales para el sector bancario que ya existían antes de la pandemia siguen presentes y pueden ser más difíciles de resolver. El exceso de capacidad ha sido un reto a largo plazo para el sector bancario de la UE, lo que ha dado lugar a una relación coste-eficacia y una rentabilidad bajas. El proceso transición digital y ecológica en curso plantea nuevos retos para el sector bancario, que tendrá que reorientar la financiación de unos sectores a otros en momentos en los que su propia inversión se ve limitada por una rentabilidad persistentemente baja y que podría agravarse si se deteriorara la calidad de sus activos.

El sector financiero no bancario, que se ha visto afectado por el persistente entorno de bajos tipos de interés, se enfrenta a nuevos retos. El entorno constante de bajos rendimientos dificultó la rentabilidad y el balance de las instituciones financieras no bancarias con carteras de activos invertidos en gran medida en activos de bajo riesgo, como las aseguradoras, y las obligó a aumentar su apalancamiento y su exposición a activos más arriesgados.⁽³⁸⁾ Un brusco aumento de las perspectivas de los tipos de interés podría desencadenar una revisión de global de los precios de los riesgos, lo cual redundaría en pérdidas por valoración de activos para el sector no bancario de la UE. Las entidades de seguros de vida parecen ser las más afectadas hasta la fecha por la perturbación provocada por la COVID-19, ya que sus primas disminuyeron en 2020, mientras que aumentaron en los sectores de seguros distintos de los de vida.⁽³⁹⁾ Además, la pandemia dio lugar a algunas correcciones de los precios de los inmuebles comerciales que influyeron en el rendimiento de los fondos inmobiliarios (véase la sección sobre vivienda más arriba).

Gráfico 2.5.1: Rentabilidad y capital y préstamos dudosos del sector bancario



Notas: Los valores medios para la UE y la zona del euro no están ponderados en función del tamaño de la economía. Los datos relativos al «pico» se refieren a la ratio entre los instrumentos de deuda dudosos (NPD) brutos y el total de instrumentos de deuda brutos; las ratios de préstamos dudosos se refieren al primer trimestre de 2020 y al primer trimestre de 2021; los números que figuran bajo los códigos de país indican el año en que los NPD alcanzaron su nivel máximo.

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

⁽³⁸⁾ BCE, «Financial Stability Review» [«Informe sobre la estabilidad financiera»], mayo de 2021.

⁽³⁹⁾ Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación (AESPJ), «Financial Stability Report» [Informe sobre la estabilidad financiera], julio de 2021.

Cuadro 2: Evolución del empleo y de la situación social

A lo largo de la pandemia, el mercado de trabajo mantuvo su resiliencia, en gran medida gracias a las medidas de apoyo sin precedentes a escala nacional y de la UE. El uso generalizado de regímenes de mantenimiento del empleo, apoyados por el Instrumento de Apoyo Temporal de la UE para Mitigar los Riesgos de Desempleo en una Emergencia (SURE) y otros tipos de intervenciones, incluido un amplio apoyo fiscal y monetario, amortiguó el impacto de la perturbación provocada por la COVID-19 en el empleo y los ingresos, e impidió que la crisis sanitaria se convirtiera en una crisis laboral. El efecto en los mercados laborales de la recesión causada por la COVID-19 presentó, en términos generales, forma de V: en la mayoría de países, los mercados de trabajo se vieron significativamente afectados al inicio de la crisis, pero a continuación se produjo un rápido repunte parcial, debido, en gran medida, a la fuerte recuperación de la actividad económica. ⁽¹⁾

El desempleo solo aumentó ligeramente en 2020 en comparación con la magnitud de la perturbación, y se espera que vuelva a situarse en torno a los niveles anteriores a la pandemia en 2022. La tasa de desempleo de la UE (de 15 a 74 años) aumentó hasta el 7 % en 2020 (alcanzando un máximo del 7,7 % tras la primera oleada de la pandemia), solo 0,3 puntos porcentuales (p. p.) por encima del nivel medio de 2019. Estos aumentos fueron reducidos en comparación con la contracción del PIB, de alrededor del 6 % para el conjunto de la UE. ⁽²⁾

Los mayores aumentos se registraron en los países bálticos (2,4 p. p. en Estonia, 2,2 p. p. en Lituania y 1,8 p. p. en Letonia), Suecia (1,5 p. p.) y España (1,4 p. p.). En diecisiete países de la UE, la tasa de desempleo aumentó en menos de un punto porcentual. La tasa de desempleo incluso disminuyó en Polonia, Francia, Italia y Grecia en 2020. En el primer semestre de 2021, el desempleo disminuyó en la mayoría de los Estados miembros. La tasa de desempleo juvenil (15-24 años) en la UE mostró los primeros signos de recuperación a mediados de 2021, pero seguía siendo del 17,4 % en el segundo trimestre de 2021, casi triplicando la tasa de desempleo de la población de entre 25 y 74 años. Según las previsiones económicas del otoño de 2021 de la Comisión, se espera que la tasa de desempleo de la UE se estabilice en 2021 y vuelva a los niveles anteriores a la pandemia en 2022.

Sin embargo, el aumento de las tasas de desempleo inferior a lo previsto refleja, en parte, las retiradas del mercado de trabajo y, por ende, unas tasas de actividad más bajas. La tasa de actividad (15-64 años) cayó 1,7 puntos porcentuales —del 73,6 % en el cuarto trimestre de 2019 al 71,9 % en el segundo trimestre de 2020—, pero volvió a su nivel anterior a la pandemia en el segundo trimestre de 2021. Las tasas de actividad disminuyeron en la mayoría de los Estados miembros en 2020, registrándose los descensos más elevados (entre 1 y 2 puntos porcentuales) en Italia, España, Irlanda, Portugal, Bulgaria y Grecia. En 2021, se ha mantenido por debajo de los niveles anteriores a la pandemia en un número significativo de casos.

Aunque las tasas de empleo se redujeron en casi todos los Estados miembros en 2020, están recuperándose gradualmente en 2021, pero no en todos los sectores. En la UE, la tasa de empleo (20-64 años) cayó hasta el 72,4 % en 2020, desde el 73,1 % de 2019. Las mayores caídas se registraron en España (– 2,3 p. p.), Irlanda (– 1,7 p. p.) y Bulgaria (– 1,6 p. p.), mientras que Polonia (+ 0,6 p. p.), Malta (+ 0,5 p. p.) y Croacia (+ 0,2 p. p.) fueron los únicos países en los que la tasa de empleo aumentó. En el primer trimestre de 2021, las tasas de empleo siguieron disminuyendo en la mayoría de los Estados miembros, pero volvieron a aumentar en el segundo trimestre de 2021, volviendo gradualmente a los niveles anteriores a la pandemia, excepto en los sectores más afectados por las necesidades de distanciamiento social.

Las medidas de apoyo de los gobiernos han mitigado el efecto que la caída de los ingresos procedentes del trabajo y de las rentas habría tenido en la renta disponible. Además del uso de regímenes de mantenimiento del empleo, los gobiernos aplicaron una serie de medidas para aumentar las transferencias netas, por ejemplo, la ampliación de las prestaciones por desempleo o el aplazamiento de determinados pagos, como los impuestos o las facturas de servicios públicos, además de las moratorias del reembolso de la deuda. La renta bruta real disponible de los hogares per cápita cayó un 2,7 % (en tasa interanual) en el segundo trimestre de 2020, pero se recuperó a finales de año y se mantuvo prácticamente sin cambios entre 2019 y 2020. El aumento de la tasa de riesgo de pobreza o exclusión social (AROPE) en 2020 fue moderado o disminuyó en

comparación con 2019 en al menos la mitad de los Estados miembros. No obstante, se calcularon aumentos en algunos Estados miembros. ⁽³⁾

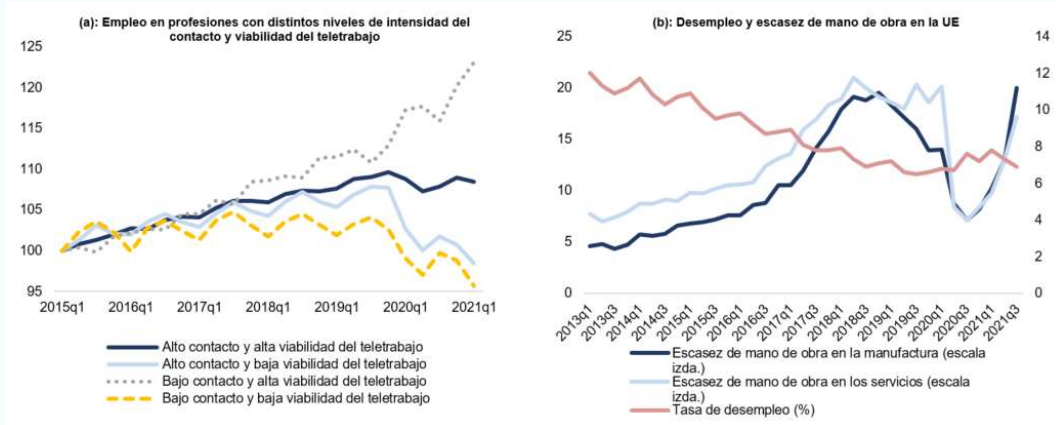
No obstante, quedan por delante importantes retos.

La pandemia ha acelerado las tendencias estructurales del mercado laboral, lo que ha suscitado preocupación por las personas afectadas. La tendencia a largo plazo de descenso de la demanda de mano de obra para las profesiones con tareas rutinarias se ha acelerado (gráfico 1 a). Las profesiones poco aptas para el teletrabajo pueden verse cada vez más afectadas por la automatización. Además, la supresión gradual de las medidas de apoyo podría dar lugar a una destrucción de empleo significativa en los sectores que cuentan con más apoyos, en función de la medida en que se recupere la demanda de los bienes y servicios asociados. La rapidez y eficacia de la reasignación de la mano de obra dependerá de si las competencias de los trabajadores despedidos por causas objetivas son específicas de su sector o adaptables a otros sectores, así como de la eficacia del reciclaje y el perfeccionamiento profesional. Si bien esta reasignación podría acompañar la doble transición y redundar en aumentos de productividad y competitividad, la duración del desempleo puede aumentar si no se llevan a cabo intervenciones políticas específicas y eficaces. En sus planes nacionales de recuperación y resiliencia, la mayoría de los Estados miembros prevén medidas para apoyar la recuperación del empleo, pero una coordinación reforzada de las medidas será clave para el éxito de las transiciones del mercado laboral. ⁽⁴⁾

La escasez de mano de obra está resurgiendo, lo que aumenta la necesidad del reciclaje y el perfeccionamiento (gráfico 1 b). Antes de la pandemia, la escasez de mano de obra ya se encontraba en máximos históricos en toda la UE. Las medidas de contención relacionadas con la pandemia y las consiguientes perturbaciones económicas provocaron la disminución de la escasez de mano de obra, ya que muchas empresas retiraron sus ofertas de empleo durante el confinamiento. Sin embargo, la escasez de mano de obra está aumentando de nuevo en la mayoría de países con aumentos considerables de las ofertas de empleo, a saber, Austria, Bélgica, Croacia, Alemania, Lituania, Portugal, Eslovaquia y Eslovenia. En la actualidad, la escasez afecta, en particular, a los sectores de la información y la comunicación y a la construcción. La creciente escasez de mano de obra puede indicar, además de la rápida recuperación de la profunda recesión y la disminución del número de trabajadores transfronterizos, que la inadecuación de las cualificaciones, que ya existía antes de la crisis, puede seguir creciendo con el avance de la doble transición. ⁽⁵⁾

La pandemia y sus consecuencias corren el riesgo de aumentar la desigualdad de varias formas. En 2021, el paro de larga duración ha aumentado en la mayoría de los Estados miembros, ya que más personas han estado desempleadas desde el inicio de la pandemia. La gran interrupción de la contratación limita las oportunidades para los desempleados y las personas que acceden por primera vez al mercado laboral, incluidos muchos jóvenes y migrantes. ⁽⁶⁾ El desempleo juvenil aumentó significativamente durante la pandemia en la mayoría de los Estados miembros y, en el segundo trimestre de 2021, superaba el 30 % en Grecia (38,5 %), España (38,2 %) e Italia (32,2 %). Los confinamientos también exacerbaban las desigualdades en el acceso a la educación y a los servicios sanitarios y sociales, lo cual puede tener un impacto en el mercado laboral a medio y largo plazo, mientras que el impacto en las horas de trabajo fue mayor para los trabajadores con niveles educativos más bajos. Además, a excepción de los Países Bajos, los trabajadores con contratos temporales se vieron especialmente afectados por la pérdida de puestos de trabajo en 2020. Aunque las medidas de apoyo a la renta han mitigado mucho el impacto regresivo de la crisis en los ingresos procedentes del mercado de trabajo ⁽⁷⁾, sigue existiendo una gran preocupación por las perspectivas laborales de estos trabajadores, especialmente teniendo en cuenta la disminución de la demanda relativa de ocupaciones rutinarias e incompatibles con el teletrabajo.

Gráfico 1: **Evolución del empleo y del desempleo**



Notas: a) Este gráfico utiliza un índice de viabilidad técnica del teletrabajo y proximidad física. Se basa en la encuesta O*NET, que mide el contenido de tareas de determinadas ocupaciones. Esta información se corresponde con la encuesta de población activa de la UE (EPA-UE); b) las encuestas de coyuntura de la UE recogen datos trimestrales de los empleadores respecto a sus dificultades para cubrir vacantes. Los encuestados pueden indicar, como factor limitante, la «escasez de mano de obra».

Fuente: a) Comisión Europea, «2021 Labour market and wage developments in Europe report» [«Informe de 2021 sobre la evolución del mercado laboral y de los salarios en Europa»] (próximamente)

b) Eurostat, EPA y Comisión Europea, EU-BCS and European Commission, encuestas de coyuntura de la UE

- (¹) Para un debate más profundo sobre la evolución reciente del mercado de trabajo, véase el informe de 2021 de la Comisión Europea, «Labour Market and Wage Developments in Europe» [«Evolución del mercado de trabajo y los salarios en Europa»] (próximamente).
- (²) Gracias al uso generalizado de los regímenes de mantenimiento del empleo, la recesión se reflejó más en la disminución de las horas trabajadas en 2020 (-5,5 %) que en un aumento del desempleo. La contracción del PIB fue más acusada en 2020 que en 2009 (-4,3 %), pero el aumento del desempleo fue considerablemente inferior (las tasas de desempleo mensuales aumentaron en hasta 2,6 puntos porcentuales en la UE entre 2008 y 2009).
- (³) En marzo de 2021, la Comisión Europea fijó un nuevo objetivo a escala de la UE para reducir el número de personas en riesgo de pobreza o exclusión social en al menos 15 millones para 2030. Se trata de uno de los tres objetivos principales en los ámbitos de empleo, capacidades e inclusión social que deben alcanzarse de aquí a 2030 como parte del Plan de Acción del Pilar Europeo de Derechos Sociales.
- (⁴) En marzo de 2021, la Comisión adoptó una Recomendación sobre un apoyo activo eficaz para el empleo (EASE), en la que invitaba a los Estados miembros a aplicar paquetes coherentes de políticas activas del mercado laboral reforzadas para apoyar las transiciones laborales durante la recuperación. En consonancia con la recomendación EASE, las políticas activas del mercado de trabajo y los servicios públicos de empleo forman parte fundamental de los planes de recuperación y resiliencia (PRR) de veinte Estados miembros, mientras que todos los Estados miembros incluyeron políticas de reciclaje y perfeccionamiento profesional en sus planes.
- (⁵) Para un debate más profundo sobre las capacidades, véase Comisión Europea (2021), Propuesta de informe conjunto sobre el empleo 2022 de la Comisión y del Consejo.
- (⁶) Véase: Croitorov O. *et al.* (2021), «The macroeconomic impact of the COVID-19 pandemic in the euro area» [Impacto macroeconómico de la pandemia de COVID-19 en la zona del euro], *Informe trimestral sobre la zona del euro*, DG ECFIN, Comisión Europea, vol. 20, n.º 2, parte I. Véase también el [informe de 2021 «Employment and Social Developments in Europe \(ESDE\)»](#) [«Evolución social y del empleo en Europa (ESDE)»] y Fasani, F., Mazza, J. (2020) «A vulnerable workforce: migrant workers in the Covid-19 pandemic». [Mano de obra vulnerable: los trabajadores migrantes en la pandemia de COVID-19]. Informe técnico del JRC
- (⁷) Employment and Social Developments in Europe (ESDE), Annual Review 2021 [«Evolución social y del empleo en Europa (ESDE). Revisión anual de 2021»].

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

La crisis de la COVID-19 interrumpió la corrección de los desequilibrios macroeconómicos relacionados con las elevadas deudas públicas, privadas y externas, y se produjo en un momento en que estaban surgiendo riesgos de recalentamiento en algunos países tras varios años de fuerte crecimiento. La recesión provocada por la pandemia puso fin a un amplio proceso de desapalancamiento del elevado endeudamiento público y privado que había tenido lugar en varios Estados miembros durante la mayor parte de la última década, especialmente en su segunda mitad, cuando el crecimiento económico se fortaleció y ayudó a reducir las ratios de deuda. También se corrigieron los grandes déficits por cuenta corriente o el fuerte crecimiento del crédito, lo que dio lugar a una reducción gradual del pasivo externo y al fortalecimiento de los sistemas bancarios. En los últimos años, se ha producido una acumulación de retos y riesgos asociados a signos de recalentamiento en algunos sectores de algunos países, principalmente a nivel de precios de la vivienda y competitividad de costes, en especial cuando el crecimiento económico era más intenso y tras una expansión económica relativamente larga. Las tendencias de los precios de la vivienda, que empezaban a ganar impulso antes de la crisis de la COVID-19, se mantuvieron y, en algunos casos, incluso se aceleraron durante la pandemia. La competitividad de costes se estaba deteriorando en algunos de los países con un crecimiento más rápido antes de la pandemia y la evolución más reciente sigue siendo difícil de evaluar, ya que los datos disponibles todavía están distorsionados por el desplome inusual de la productividad en 2020 y la interacción con las amplias medidas de apoyo al mercado de trabajo.

Una serie de desequilibrios se han visto agravados por la crisis de la COVID-19 y es posible que surjan nuevos desafíos. En 2020, las ratios deuda pública y privada en relación con el PIB aumentaron considerablemente debido a la recesión y al aumento del endeudamiento para mitigar las consecuencias de la crisis. Sin embargo, gracias a la robusta recuperación económica, las ratios de deuda se están estabilizando o ya han empezado a disminuir. No obstante, la crisis deja un legado de deuda más elevada, ya que los gobiernos están saliendo de ella con ratios de deuda en porcentaje del PIB claramente más elevadas. El sector privado, sobre todo en países en los que el endeudamiento privado ya era elevado antes de la crisis, también se ve lastrado por una deuda más elevada. El éxito de la aplicación de los planes de recuperación y resiliencia puede contribuir al desapalancamiento público y privado al ayudar a impulsar el crecimiento a largo plazo. Sin embargo, a corto plazo, un deterioro de la calidad de los activos públicos y privados puede afectar a los balances de las entidades financieras, cuya baja rentabilidad se ha reducido aún más durante la pandemia, y menoscabar la oferta de crédito para la recuperación. Las cuentas exteriores se han visto menos afectadas, pero se han deteriorado en los países en los que el turismo transfronterizo es más importante, incluidos algunos con posiciones de inversión internacional neta ampliamente negativas. Al mismo tiempo, los mercados de vivienda han ganado más dinamismo en esta crisis, y el crecimiento de los precios de la vivienda se encuentra en su nivel más alto desde hace más de una década en varios Estados miembros. Los riesgos de sobrevaloración de los precios de la vivienda están aumentando, lo que suscita preocupaciones, en particular, en los casos en que la deuda de los hogares es elevada. Las presiones sobre la competitividad de costes pueden estar repuntando fuertemente con la recuperación, especialmente en los países menos afectados por la crisis.

En general, existen retos en varios Estados miembros. Los principales retos se refieren a:

- Varios Estados miembros se ven 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. Casi todos estos Estados miembros se han visto gravemente afectados por la crisis de la COVID-19, lo que refleja también la gran importancia del turismo transfronterizo en sus economías:

- En el caso de Chipre y Grecia, los elevados niveles de endeudamiento y las posiciones de inversión internacional neta ampliamente negativas se añaden a los retos persistentes en el sector financiero. Las cuentas corrientes de estos Estados miembros empeoraron en 2020 a raíz de la caída de los ingresos de los viajes y el turismo. Aunque se han observado nuevos avances en la reducción de los préstamos dudosos en 2020, estos siguen siendo elevados en ambos países. En el caso de Grecia, el aumento de la producción potencial ha sido lento en un contexto de elevado desempleo.
- En Croacia, Irlanda, Portugal y España, los desequilibrios relacionados con el alto nivel de endeudamiento se estaban reduciendo hasta el estallido de la crisis de la COVID-19. Sin embargo, en Croacia, Portugal y España estas tendencias se vieron interrumpidas por la recesión provocada por la pandemia, y las ratios de deuda con respecto al PIB aumentaron notablemente. En 2020, Irlanda destacó al evitar una recesión del PIB, y la composición sectorial de su economía tuvo un impacto favorable en sus cuentas exteriores.
- En Rumanía y Hungría, las vulnerabilidades están relacionadas principalmente con la *interacción entre la deuda pública y la financiación externa* en un contexto de riesgos de recalentamiento y grandes déficits fiscales. En Rumanía, el déficit por cuenta corriente ha sido significativo y persistente durante varios años y no se espera ninguna mejora en un futuro próximo. La deuda pública ha aumentado rápidamente desde antes de la crisis de la COVID-19, lo que refleja grandes déficits fiscales, y está previsto que crezca aún más, aumentando más las necesidades de financiación exterior. En Hungría, las necesidades de financiación pública han sido elevadas en los últimos años, y seguirán siéndolo, teniendo en cuenta los cortos plazos de vencimiento de la deuda y los grandes déficits fiscales, y la fuente de dicha financiación es, en parte, externa. En ambos países, una parte no desdeñable de la deuda está denominada en moneda extranjera, lo cual intensifica los vínculos entre el sector exterior y la situación de la política fiscal. En el caso de Hungría, los precios de la vivienda están subiendo de forma acusada y se observan presiones inflacionistas y de competitividad de costes en un contexto de fuerte recuperación y apoyo político sostenido.
- En unos cuantos Estados miembros, las vulnerabilidades están relacionadas principalmente con las *elevadas ratios de deuda pública en relación con el PIB, que han seguido aumentando durante la crisis*, unidas a inquietudes persistentes 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 gran *stock* de préstamos dudosos —aunque seguía disminuyendo en 2020—, en un contexto de persistentes resultados mediocres del mercado de trabajo. Bélgica y Francia se enfrentan principalmente a problemas relacionados con el alto nivel de deuda pública, que aumentó notablemente con esta última crisis, y con problemas de crecimiento potencial en un contexto de atonía de la competitividad. En Francia, la deuda privada siguió aumentando desde niveles ya relativamente elevados, en particular la deuda de las empresas. En Bélgica, la elevada deuda privada también siguió creciendo en 2020. Tanto en Bélgica como en Francia, los precios de la vivienda pueden estar sobrevalorados y se han vuelto más dinámicos recientemente.
- Algunos Estados miembros se caracterizan por sus *grandes superávits por cuenta corriente*, 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. Se espera que el superávit de la zona del euro aumente este año tras un descenso temporal el año pasado. Los grandes superávits pueden reflejar oportunidades desaprovechadas de inversión interna y crecimiento. Esto puede tener consecuencias para el funcionamiento de la zona del euro en un contexto de recuperación que debe mantenerse en un entorno todavía marcado por una incertidumbre significativa. En ambos casos, la evolución de los precios de la vivienda apunta a riesgos de sobrevaloración, que en el caso de los Países Bajos existe desde hace años y van acompañados de una elevada deuda de los hogares.
- En Chequia y Eslovaquia, las *pérdidas de competitividad de costes han ido acompañadas de un fuerte crecimiento de los precios de la vivienda* durante algunos años. Antes de la crisis se habían registrado pérdidas de competitividad de costes, y el continuo y marcado crecimiento de la remuneración de los trabajadores apunta a riesgos de recalentamiento en un contexto de persistencia de grandes déficits fiscales, siendo la deuda pública mayor en Eslovaquia. Los resultados del sector exterior de estos países no parecen haberse visto afectados, pero la notable concentración de exportaciones en unos pocos sectores específicos constituye una vulnerabilidad. Estos factores se ven agravados por el fuerte

incremento del precio de la vivienda, cuyos riesgos de sobrevaloración están aumentando. En el caso de Eslovaquia, estos riesgos van acompañados de una deuda relativamente elevada de los hogares tras años de aumentos.

- En algunos Estados miembros, la evolución de los mercados de vivienda está dando lugar a *riesgos relacionados con las valoraciones de los precios de la vivienda*, a menudo en un contexto de alto endeudamiento de los hogares. Este es el caso de Suecia, así como de Dinamarca y Luxemburgo. Los datos recientes sobre los precios de la vivienda sugieren que, tras un breve ajuste a la baja, los precios de la vivienda en Suecia volvieron a acelerarse en 2020, lo cual aumenta las inquietudes respecto a una posible sobrevaloración. En Luxemburgo, el fuerte crecimiento de los precios de la vivienda se ha vuelto aún más dinámico durante la crisis, agravando los riesgos de sobrevaloración, y se produce en un momento de alto endeudamiento de los hogares en relación con su renta bruta disponible. En Dinamarca, la recentísima aceleración de los precios de la vivienda se produjo junto con la elevada deuda de los hogares.
- En el caso de Malta, un volumen elevado y creciente de *stock* de deuda privada y las persistentes deficiencias del marco de insolvencia crean vulnerabilidades particulares.

El presente IMA llega a la conclusión de que está justificada la realización de exámenes exhaustivos a doce Estados miembros: Alemania, Chipre, Croacia, España, Francia, Grecia, Irlanda, Italia, los Países Bajos, Portugal, Rumanía y Suecia. Estos Estados miembros fueron objeto de un examen exhaustivo en el anterior ciclo anual de supervisión del PDM y se consideró que presentaban desequilibrios (Alemania, Croacia, España, Francia, Irlanda, Países Bajos, Portugal, Rumanía y Suecia) o desequilibrios excesivos (Chipre, Grecia e Italia). Los nuevos exámenes exhaustivos evaluarán si estos desequilibrios se están agravando o corrigiendo o si ya han sido corregidos, a fin de actualizar las evaluaciones existentes y evaluar las necesidades políticas que pueda seguir habiendo.

Además, varios Estados miembros que no fueron objeto de exámenes exhaustivos en la ronda anterior muestran evoluciones que merecen especial atención. Eslovaquia se caracteriza por un fuerte crecimiento de los precios de la vivienda, junto con un aumento sostenido, aunque lento, del endeudamiento de los hogares. Las exportaciones se concentran notablemente en unos pocos sectores específicos y se han producido pérdidas de competitividad de costes, pero hasta ahora las cuotas de mercado de las exportaciones no se han visto afectadas negativamente. En el caso de **Hungría**, merece atención la interacción entre el endeudamiento público y la financiación externa en un contexto de significativa exposición de la deuda en moneda extranjera. El crecimiento de los precios de la vivienda ha sido fuerte. Las presiones sobre la competitividad de costes están aumentando, pero hasta ahora las cuotas de mercado de las exportaciones no se han visto afectadas negativamente.

También es necesario vigilar la evolución de los riesgos en otros Estados miembros, en muchos casos vinculados a los mercados de la vivienda. En el caso de Dinamarca y Luxemburgo, la evolución del mercado de la vivienda apunta a una acumulación de riesgos. Si bien los cambios de preferencias, las condiciones financieras favorables y la contracción de la oferta pueden sostener el crecimiento de los precios de la vivienda, no puede descartarse el riesgo de una corrección a la baja, con posibles implicaciones para la economía en general. Chequia se caracteriza por un fuerte crecimiento de los precios de la vivienda y unas pérdidas persistentes de competitividad de costes que han sido significativas desde hace algunos años. En Malta, el aumento de la deuda privada, junto con las deficiencias del marco de insolvencia, crean vulnerabilidades particulares. El seguimiento y la supervisión deben seguir de cerca la evolución de la situación en estos seis Estados miembros y determinar si son coherentes con la estabilidad macroeconómica y contribuyen a ella. En la actualidad, no es necesario equilibrar los riesgos para un examen exhaustivo. En la sección 4 se ofrece más información sobre la evolución específica de cada país.

4. OBSERVACIONES ESPECÍFICAS POR ESTADO MIEMBRO

4.1. BÉLGICA

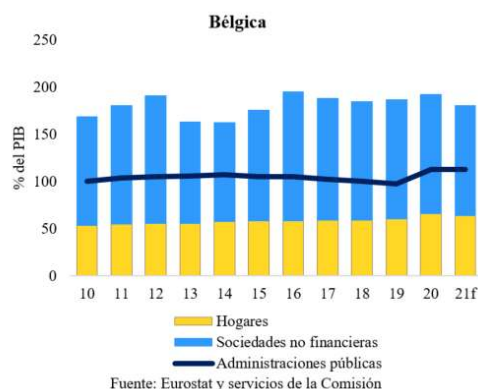
En junio de 2021, no se detectaron desequilibrios macroeconómicos en Bélgica. En el cuadro de indicadores actualizado, que incluye cifras de hasta 2020, los indicadores de la deuda consolidada del sector privado y de la deuda bruta de las administraciones públicas rebasan sus umbrales indicativos.

Tras una contracción del 5,7 % en 2020, se prevé que el PIB real aumente un 6 % en 2021 y un 2,6 % en 2022. Se prevé que el nivel del PIB nominal en 2022 se sitúe un 8,4 % por encima del nivel de 2019.

Los fenómenos relevantes desde el informe anterior pueden resumirse como sigue:

- La **vulnerabilidad exterior** se mantiene contenida. En 2020, la balanza por cuenta corriente registró un pequeño superávit. La PIIN es claramente positiva y se prevé que se mantenga prácticamente al mismo nivel en 2021 y 2022. El marcado aumento de los costes laborales unitarios (CLU) en 2020 refleja la fuerte caída de la productividad durante la crisis de la COVID-19, en parte debido al mantenimiento preventivo de personal. En 2021 y 2022, se espera que la dinámica salarial compense en gran medida la recuperación de la productividad.
- La ratio de **endeudamiento privado** con respecto al PIB aumentó aún más por encima del umbral en 2020. Se vio afectada negativamente por el acusado descenso del PIB en 2020. La deuda de las sociedades no financieras belgas es elevada y aumentó hasta casi el 126 % del PIB, pero la elevada proporción de préstamos transfronterizos intragrupo, que infla esta cifra, reduce los riesgos. El endeudamiento de los hogares, que refleja principalmente la deuda hipotecaria, siguió aumentando en 2020, pero el aumento de la ratio de endeudamiento de los hogares con respecto al PIB se debe principalmente a la caída del PIB, al contener los flujos de crédito netos a los hogares. Las medidas de apoyo a los ingresos de los hogares y las empresas han contribuido a la estabilización de la proporción de préstamos dudosos en 2020. El crecimiento de los precios de la vivienda se aceleró en 2020 y estos muestran signos de una posible sobrevaloración.
- La ratio de **endeudamiento público con respecto al PIB** siguió aumentando en 2020, hasta el 112,8 % del PIB, como consecuencia de la fuerte caída de este y de las sustanciales medidas de apoyo del Gobierno para mitigar el impacto de la crisis de la COVID-19. Los riesgos asociados a las espirales de reacciones de los sectores financiero y público siguen siendo limitados. El sector financiero se mantiene sólido.
- El aumento de la **tasa de desempleo** se moderó en 2020, aumentando solo ligeramente hasta el 5,6 %, gracias a las medidas de apoyo del Gobierno, que se han prorrogado hasta finales de 2021. Se prevé que aumente ligeramente tanto en 2021 como en 2022. El desempleo juvenil aumentó en 2020 y se prevé que aumente hasta el 20,5 % en 2021.

Gráfico A1: Deuda por sectores de la economía



Bélgica entró en la crisis de la COVID-19 sin que se detectaran desequilibrios macroeconómicos, aunque con una elevada deuda bruta del sector privado y las administraciones públicas que entrañaba riesgos limitados. Con la crisis de la COVID-19, la deuda, tanto para el sector público como para el privado, ha

seguido aumentando y justifica un seguimiento. En conjunto, la Comisión no considera necesario proceder por el momento a un análisis más exhaustivo en el contexto del PDM.

4.2. BULGARIA

En junio de 2021, no se detectaron desequilibrios macroeconómicos en Bulgaria. En el cuadro de indicadores actualizado, que incluye cifras hasta 2020, el indicador de crecimiento de los costes laborales unitarios (CLU) rebasa sus umbrales indicativos.

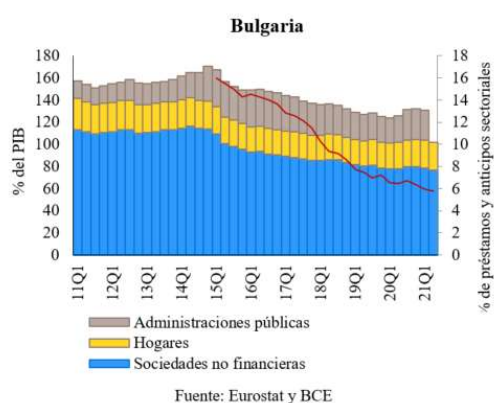
Tras una contracción del 4,4 % en 2020, se prevé que el PIB real aumente un 3,8 % en 2021 y un 4,1 % en 2022. Con la vuelta de la expansión económica, se prevé que el PIB nominal en 2022 se sitúe un 17 % por encima del nivel de 2019.

Una serie de fenómenos relevantes puede resumirse como sigue:

La balanza de **pagos por cuenta corriente** registró un pequeño déficit del 0,3 % del PIB en 2020, por primera vez desde 2012. Su descenso se debió principalmente a la contracción de las exportaciones de servicios turísticos provocada por la pandemia de COVID-19. En 2021 se inició la recuperación de los ingresos del turismo y se espera que continúe en 2022. La PIIN negativa, que consiste, en gran medida, en la inversión extranjera directa, siguió mejorando debido a una mayor acumulación de activos de reserva.

- Los **costes laborales unitarios nominales** volvieron a aumentar en 2020, debido a una productividad general algo más baja en un contexto de mantenimiento preventivo de personal. De cara al futuro, se espera que los costes laborales unitarios sigan aumentando notablemente, aunque menos que en 2020, a pesar de la recuperación del aumento de la productividad, ya que se prevé que la remuneración por asalariado aumente considerablemente.
- El **endeudamiento de las empresas aumentó** en 2020, pero se espera que el desapalancamiento se reanude con la recuperación económica. Aunque el crecimiento del crédito se moderó, el acusado descenso del PIB registrado en 2020 revirtió temporalmente el proceso de desapalancamiento de la deuda, que se había basado en un fuerte crecimiento del PIB nominal. Con el retorno del crecimiento económico, la ratio de endeudamiento de las empresas con respecto al PIB debería volver a una tendencia descendente. La tasa de crecimiento real de los **precios de la vivienda** aumentó hasta el 5,2 % en 2020. Se prevé que se modere ligeramente en 2021, pero se ve respaldada por el fuerte crecimiento del crédito hipotecario.
- La **deuda pública** se situó por debajo del 25 % del PIB en 2020 y se prevé que se mantenga por debajo del 30 % del PIB en 2021, a pesar del aumento previsto del gasto público.
- El **sector financiero** mantuvo suficiente liquidez y adecuación del capital durante la crisis de la COVID-19, respaldadas por las medidas introducidas por el Banco Nacional de Bulgaria en marzo de 2020 y la entrada de Bulgaria en la unión bancaria en julio de 2020. La ratio de préstamos dudosos sigue siendo elevada, aunque siguió disminuyendo hasta el 5,9 % en 2020. Será importante seguir de cerca el efecto de la eliminación progresiva de las medidas de apoyo público, como las moratorias de los préstamos y los sistemas de garantía.
- Las **condiciones del mercado laboral** no se vieron especialmente afectadas por la recesión de 2020, en gran medida gracias a la utilización de regímenes de reducción del tiempo de trabajo. La tasa de desempleo aumentó hasta el 5,1 % en 2020, desde un nivel históricamente bajo en 2019, pero se prevé que empiece a disminuir a partir de 2022.

Gráfico A2: Desglose de la deuda por sector



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, la ratio de endeudamiento privado con respecto al PIB aumentó temporalmente en 2020, pero se prevé que disminuya posteriormente. Se espera que la compensación salarial continúe su trayectoria de crecimiento anterior a la pandemia. En conjunto, la Comisión no considera necesario proceder por el momento a un análisis más exhaustivo en el contexto del PDM.

4.3. CHEQUIA

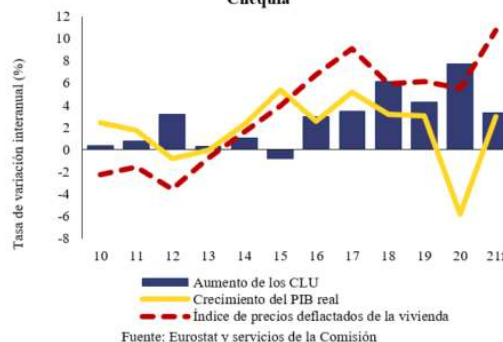
En junio de 2021, no se detectaron desequilibrios macroeconómicos en Chequia. En el cuadro de indicadores actualizado, que incluye cifras de hasta 2020, el indicador de crecimiento de los costes laborales unitarios (CLU) rebasa sus umbrales indicativos.

Tras una caída del PIB del 5,8 % en 2020, se prevé que el PIB real aumente un 3 % en 2021 y un 4,4 % en 2022. Con la vuelta de la expansión económica, se prevé que el PIB nominal en 2022 se sitúe un 13,2 % por encima del nivel de 2019.

Una serie de fenómenos relevantes puede resumirse como sigue:

- La **vulnerabilidad exterior** se mantiene contenida. Aunque en 2020 se registró un superávit por cuenta corriente del 3,6 % del PIB, se espera que vuelva a una situación globalmente equilibrada en 2021. La PIIN siguió mejorando, pero siguió siendo ligeramente negativa, situándose en el -12,5 % del PIB en 2020. La PIIN, excluidos los instrumentos sin riesgo de impago (NENDI), ya era positiva y, además, ha ido mejorando.
- El crecimiento de los **costes laborales unitarios** ya era elevado antes de la pandemia. Se aceleró aún más en 2020 debido al mantenimiento preventivo de personal asociado a la crisis de la COVID-19. Con la recuperación de la productividad, se espera que el crecimiento de los CLU se modere a pesar del fuerte crecimiento de la remuneración por asalariado en 2021 y 2022.
- El **endeudamiento privado** siguió siendo bajo. Aunque aumentó ligeramente en 2020, la deuda privada sigue estando bien dentro de los niveles de referencia prudenciales y basados en las variables económicas fundamentales. Los flujos de crédito han sido positivos, aunque limitados, tanto para los hogares como para las empresas. El **sector bancario** está bien capitalizado y su rentabilidad es elevada. La ratio de préstamos dudosos sigue siendo baja.
- La **deuda bruta de las administraciones públicas** aumentó hasta el 37,7 % del PIB en 2020 y se prevé que aumente al 42,4 % del PIB en 2021 y al 44,3 % en 2022. Aunque el nivel de deuda pública sigue siendo relativamente bajo, crece a un ritmo elevado en un contexto de grandes déficits públicos.
- Los **precios de la vivienda** han crecido rápidamente durante un largo período de tiempo, apreciándose indicios cada vez mayores de una posible sobrevaloración. El crecimiento de los precios reales de la vivienda siguió siendo elevado en 2020, situándose en el 5,5 %, aunque se situó por debajo del umbral del cuadro de indicadores. Dado que se espera que el ingreso familiar disponible siga creciendo con fuerza en 2021-22, parece probable una nueva aceleración de los precios de la vivienda, como sugieren también los datos disponibles para 2021. Las presiones al alza sobre los precios podrían mitigarse mediante un repunte previsto de la construcción de viviendas en 2021 y 2022 y un aumento de los tipos de interés de los préstamos hipotecarios en un contexto de endurecimiento monetario en curso.

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



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. Con la crisis de la COVID-19, han aumentado algunos riesgos. En conjunto, la Comisión no considera necesario proceder por el momento a un análisis más exhaustivo en el contexto del PDM.

4.4. DINAMARCA

En junio de 2021, no se detectaron desequilibrios macroeconómicos en Dinamarca. En el cuadro de indicadores actualizado, que incluye cifras de hasta 2020, los indicadores del superávit por cuenta corriente y de la deuda del sector privado rebasan sus umbrales indicativos.

Tras una disminución del 2,1 % en 2020, se prevé que el PIB real aumente un 4,3 % en 2021 y un 2,7 % en 2022. Se prevé que el nivel del PIB nominal en 2021 supere el nivel de 2019 en aproximadamente un 10,4 %.

Una serie de fenómenos relevantes puede resumirse como sigue:

- **En cuanto a la sostenibilidad exterior**, la balanza de pagos por cuenta corriente sigue mostrando un amplio superávit, que se situó en el 8,1 % del PIB en 2020. Aunque se espera que disminuya constantemente en los próximos años, se prevé que se mantenga claramente por encima del umbral superior del PDM. El elevado superávit refleja principalmente los elevados ahorros empresariales y para las pensiones. Los superávits por cuenta corriente acumulados han dado lugar a una elevada posición de inversión internacional neta (PIIN) que alcanzó casi el 69 % del PIB en 2020, lo que supone un descenso desde aproximadamente el 77 % del PIB en 2019 debido a cambios de la valoración. Esta gran PIIN genera ingresos primarios netos positivos, lo que a su vez refuerza la balanza de pagos por cuenta corriente positiva.
- El endeudamiento del **sector privado** sigue siendo elevado, pero está disminuyendo. Los hogares daneses han registrado un desapalancamiento en los últimos años, aunque la ratio de **endeudamiento de los hogares** aumentó ligeramente hasta el 111,7 % del PIB en 2020, afectada por la disminución del PIB real. La ratio de endeudamiento de los hogares con respecto al PIB es la más alta de la UE, pero se prevé que siga disminuyendo en 2021, en términos de porcentaje del PIB. A pesar de la aceleración de los precios de la vivienda, el aumento de los préstamos hipotecarios siguió siendo moderado. El coste de los intereses se redujo aún más, mientras que la proporción de préstamos a tipo de interés variable sigue siendo relativamente elevada, aunque mucho más baja que hace una década. El elevado nivel de deuda bruta de los hogares va acompañado de activos financieros significativamente más elevados, aunque menos líquidos, especialmente viviendas y ahorros para las pensiones.
- El crecimiento de los **precios reales de la vivienda** fue del 4,6 % en 2020, por debajo del umbral del cuadro de indicadores. El crecimiento de los precios reales de la vivienda aumentó en el primer semestre de 2021, alcanzando el máximo del 13,5 %, en términos interanuales en el segundo trimestre de 2021, pero se prevé que se desacelere en un futuro próximo. Las estimaciones de las diferencias de valoración indican una posible sobrevaloración. La brecha media de los precios de la vivienda sigue aumentando, y la brecha entre precios e ingresos es comparativamente elevada.
- El **sector bancario** se ha mantenido estable y los bancos siguen siendo rentables, tienen liquidez y están bien capitalizados, mientras que la ratio de préstamos dudosos es baja. A pesar de un fuerte aumento en 2020 debido a la aplicación de las medidas relacionadas con la COVID-19, la **deuda pública** es relativamente baja, situándose en torno al 42 % del PIB. El déficit público fue solo del 0,2 % del PIB en 2020, debido en parte a efectos puntuales.
- El **mercado laboral** ha seguido siendo fuerte. La tasa de desempleo aumentó ligeramente en 2020, hasta el 5,6 %. Debido a la fuerte recuperación de la economía danesa, el empleo superó el nivel anterior a la pandemia, y el número de desempleados se situó por debajo del nivel anterior a la pandemia en el segundo trimestre de 2021.



Dinamarca entró en la crisis de la COVID-19 sin que se detectaran desequilibrios macroeconómicos, aunque el elevado endeudamiento del sector privado y el superávit por cuenta corriente entrañan ciertos riesgos. Durante la crisis de la COVID-19, el endeudamiento del sector privado ha aumentado moderadamente, mientras que los precios de la vivienda lo han hecho notablemente, y el superávit por cuenta corriente ha seguido siendo elevado. En conjunto, la Comisión no considera necesario proceder por el momento a un análisis más exhaustivo en el contexto del PDM.

4.5. ALEMANIA

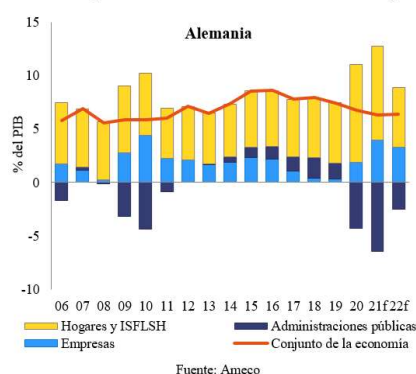
En junio de 2021, la Comisión concluyó que Alemania estaba experimentando desequilibrios macroeconómicos, lo que refleja un bajo nivel de inversión en relación con el ahorro, lo cual tiene relevancia transfronteriza. En el cuadro de indicadores actualizado, que incluye cifras de hasta 2020, los indicadores de la balanza de pagos por cuenta corriente, del crecimiento de los costes laborales unitarios (CLU), del crecimiento del precio de la vivienda y de la deuda pública rebasan sus umbrales indicativos.

Tras una disminución del 4,6 % en 2020, se prevé que el PIB real aumente un 2,7 % en 2021 y un 4,6 % en 2022. Se prevé que el nivel del PIB nominal en 2022 se sitúe un 9,4 % por encima del nivel de 2019.

Una serie de fenómenos relevantes puede resumirse como sigue:

- El **superávit por cuenta corriente**, que se situó en el 6,9 % del PIB en 2020, sigue siendo elevado. Se ha ido reduciendo gradualmente desde 2015, pero se prevé que persista por encima del 6 %. Esto está relacionado con la debilidad de la inversión privada y pública, que se ve limitada, entre otras cosas, por los obstáculos a la inversión, como en infraestructuras y vivienda. Aunque la inversión privada y pública ha aumentado gradualmente en los últimos años, se mantiene por debajo de la media de la zona del euro.
- Los **costes laborales unitarios** aumentaron de forma acusada en 2020, debido al fuerte descenso de la producción, combinado con la relativa estabilidad del empleo y la remuneración. Se espera que la relación entre los costes laborales y la producción se normalice a medida que se recupere el PIB.
- La **deuda pública** superó el umbral indicativo del cuadro de indicadores del 60 % del PIB, aumentando hasta el 68,7 % del PIB en 2020 y se espera que alcance un máximo del 71,4 % en 2021, lo que refleja el apoyo político durante la pandemia de COVID-19. El **sistema bancario** sigue estando adecuadamente capitalizado con un nivel muy bajo de préstamos dudosos, aunque su rentabilidad es baja tras un nuevo descenso en 2020.
- Los **precios reales de la vivienda** crecieron un 7,1 % en 2020 y siguieron creciendo rápidamente en el primer semestre de 2021, en un contexto de continua insuficiencia de la oferta de vivienda. La evolución de los precios de la vivienda muestra signos de una posible sobrevaloración.

Gráfico A5: Capacidad/necesidad neta de financiación por sector



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. El superávit por cuenta corriente persiste en un nivel elevado, ya que la inversión privada sigue siendo moderada a pesar del apoyo político en el contexto de la COVID-19, y la inversión pública aún no ha colmado los déficits de inversiones que existen desde hace tiempo. Los precios de la vivienda han aumentado considerablemente. En conclusión, la Comisión, teniendo en cuenta particularmente los desequilibrios detectados en junio, considera oportuno examinar más a fondo la persistencia de los desequilibrios o su corrección.

4.6. ESTONIA

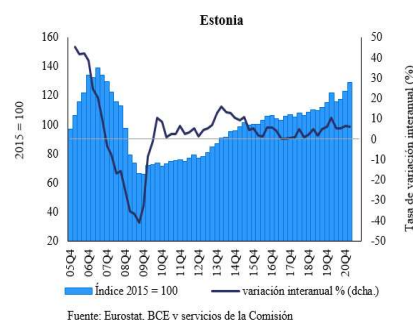
En junio de 2021, no se detectaron desequilibrios macroeconómicos en Estonia. En el cuadro de indicadores actualizado, que incluye cifras de hasta 2020, los indicadores del tipo de cambio efectivo real, del crecimiento de los costes laborales unitarios (CLU), del crecimiento del precio de la vivienda, de los pasivos del sector financiero y de la tasa de desempleo juvenil rebasan sus umbrales indicativos.

Tras una disminución del 3 % en 2020, se prevé que el PIB real aumente un 9 % en 2021 y un 3,7 % en 2022. Se prevé que el nivel del PIB nominal en 2022 se sitúe un 16 % por encima del nivel de 2019.

Una serie de fenómenos relevantes puede resumirse como sigue:

- La **vulnerabilidad exterior** sigue contenida, previéndose que la PIIN se estabilice en torno al -22 % del PIB en 2021, tras una década de mejoras constantes. El *stock* acumulado de IED representa la mayor parte de los pasivos. En 2020, la balanza por cuenta corriente registró un pequeño déficit, que se espera que aumente ligeramente en 2021.
- El **crecimiento de los costes laborales unitarios** volvió a acelerarse en 2020, tras algunos años de fuerte crecimiento sostenido. Se prevé que los costes laborales unitarios disminuyan en 2021 gracias a una mayor productividad en épocas de fuerte crecimiento de la producción y de retraso en la respuesta del empleo, y que empiecen a aumentar de nuevo posteriormente. Las cuotas de mercado de las exportaciones aumentaron hasta 2020, impulsadas por las exportaciones de bienes, y se espera que sigan aumentando, aunque a un ritmo más lento en adelante. El tipo de cambio efectivo real basado en el IPCA aumentó ligeramente el año pasado, aunque menos que en algunos de los años anteriores a la pandemia.
- El crecimiento de los **precios de la vivienda** se aceleró hasta el 6,9 % en 2020 y se espera que se acelere aún más en 2021, impulsado por la retirada anticipada de los activos de fondos de pensión en 2021, el aumento de los precios de los materiales de construcción y las congestiones en el lado de la oferta, mientras que las restricciones al endeudamiento de los hogares podrían ser un factor atenuante. Los parámetros de los precios de la vivienda no apuntan a posibles riesgos de sobrevaloración. El **sector bancario** sigue resistiendo con una elevada ratio de capital y una baja ratio de préstamos dudosos.
- La ratio de **endeudamiento público** con respecto al PIB sigue siendo baja, pero aumentó 10 puntos porcentuales en 2020, debido a un mayor déficit público, a un menor PIB nominal y a la financiación preventiva por parte del Gobierno. Se prevé que alcance el 20,4 % del PIB en 2022.
- Las condiciones del **mercado laboral** se deterioraron a raíz de la crisis de la COVID-19. Tras un descenso constante en la última década, la tasa de desempleo aumentó hasta el 6,8 % en 2020. Se espera que empiece a descender en 2022. La tasa de desempleo juvenil aumentó notablemente en 2020, y se espera que siga aumentando en 2021.

Gráfico A6: Índice de precios reales de la vivienda



Estonia 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, el crecimiento de los precios de la vivienda se ha acelerado, pero estos no parecen estar sobrevalorados. En conjunto, la Comisión no considera necesario proceder por el momento a un análisis más exhaustivo en el contexto del PDM.

4.7. IRLANDA

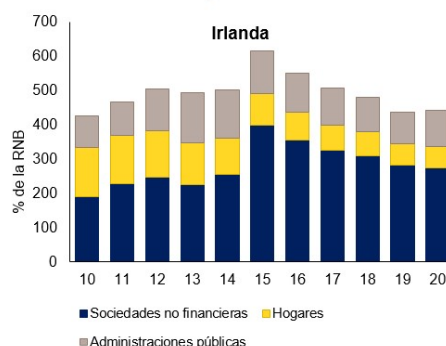
En junio de 2021, la Comisión llegó a la conclusión de que Irlanda estaba experimentando desequilibrios macroeconómicos, relacionados en particular con vulnerabilidades relativas a la elevada deuda privada, pública y exterior. En el cuadro de indicadores actualizado, que incluye cifras de hasta 2020, los indicadores de la balanza de pagos por cuenta corriente, de la posición de inversión internacional neta, de la deuda del sector privado y de la tasa de actividad rebasan sus umbrales indicativos (⁴⁰).

Tras una expansión del 5,9 % en 2020, se espera que el crecimiento económico de Irlanda se acelere hasta el 14,6 % en 2021, seguido del 5,1 % en 2022. Se prevé que el nivel del PIB nominal en 2022 se sitúe un 28,1 % por encima del nivel de 2019.

Una serie de fenómenos relevantes puede resumirse como sigue:

- La **sostenibilidad exterior** sigue siendo motivo de preocupación. La PIIN es muy negativa, aunque está fuertemente inflada por las actividades de las empresas multinacionales. Mejoró hasta el -174 % del PIB en 2020 y se espera que siga mejorando en el futuro. La balanza por cuenta corriente repuntó en 2020, partiendo de un enorme déficit en 2019, y se prevé que registre un amplio superávit en 2021 y 2022, lo que contribuirá a la mejora de la posición exterior.
- La **deuda privada** es muy elevada, pero sigue disminuyendo. Alcanzó casi el 189 % del PIB en 2020. La deuda de las empresas representa la mayor parte de la deuda privada [153 % del PIB y 274 % de la renta nacional bruta (RNB*) modificada] y se mantiene por encima de los umbrales prudenciales y basados en las variables económicas fundamentales. La elevada proporción de préstamos transfronterizos intragrupo en la deuda de las empresas reduce los riesgos. En 2020, la deuda de los hogares alcanzó aproximadamente el 36 % del PIB y el 64 % de la RNB*. Aunque se sitúa por debajo del umbral prudencial y está disminuyendo, sigue siendo elevado en relación con el ingreso familiar disponible (109 %).
- La **deuda pública** aumentó ligeramente, hasta el 58,4 % del PIB en 2020. Se espera que reanude su tendencia a la baja en 2021. En cambio, la deuda pública en relación con la RNB* sigue siendo elevada.
- El **sector bancario** se encuentra en una posición más sana que en el período previo a la crisis financiera de 2010. Los bancos están bien capitalizados, pero se enfrentan a retos a más largo plazo relacionados con la rentabilidad, que pasó a ser negativa en 2020. Los préstamos dudosos se han reducido sustancialmente en los últimos años y su ratio se mantuvo baja, situándose en el 2,6 % en junio de 2021.
- Los **precios de la vivienda** se estancaron en 2020 en términos reales, pero se espera que aumenten ligeramente en 2021, debido a la escasez de oferta. Los indicadores de las diferencias de valoración no apuntan a una posible sobrevaloración, pero la asequibilidad de la vivienda sigue siendo un problema, ya que el promedio de años de renta necesarios para comprar una vivienda es uno de los más altos de la UE.
- La **tasa de desempleo** aumentó hasta el 5,7 % en 2020 y se prevé que aumente hasta el 7,5 % en 2021 como consecuencia de la crisis de la COVID-19, pero es probable que vuelva a disminuir

Gráfico A7: Deuda por sectores de la economía



Fuente: Eurostat y OSC

Nota: La renta nacional bruta modificada (RNB*) refleja con mayor precisión la actividad económica subyacente, ya que elimina parte del impacto de las multinacionales

⁴⁰ El informe de supervisión posterior al programa de otoño de 2021 para Irlanda también aborda algunas de las vulnerabilidades señaladas en el IMA.

posteriormente. La variación trienal de la tasa de actividad pasó a ser negativa en 2020, pero se prevé que vuelva a ser positiva en 2021 y 2022.

Irlanda entró en la crisis de la COVID-19 con vulnerabilidades relacionadas con la deuda exterior, privada y pública. A medida que la economía irlandesa creció a pesar de la crisis, las vulnerabilidades vinculadas a la deuda exterior y privada se aliviaron ligeramente, pero la deuda pública ha aumentado. En conclusión, la Comisión, teniendo en cuenta particularmente los desequilibrios detectados en junio, considera oportuno examinar más a fondo la persistencia de los desequilibrios o su corrección.

4.8. GRECIA

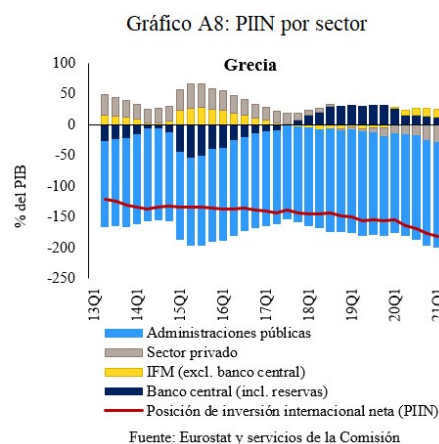
En junio de 2021, la Comisión llegó a la conclusión de que Grecia experimentaba desequilibrios macroeconómicos excesivos, en relación con la elevada deuda pública, el carácter incompleto del reequilibrio exterior y la gran proporción de préstamos dudosos, en un contexto de un elevado nivel de desempleo y de bajo crecimiento potencial. En el cuadro de indicadores actualizado, que incluye cifras hasta 2020, una serie de indicadores rebasan sus umbrales indicativos, a saber, la posición de inversión internacional neta (PIIN), la deuda pública, la cuota de mercado de las exportaciones, los pasivos del sector financiero, la tasa de desempleo y la tasa de actividad. ⁽⁴¹⁾

Tras una fuerte contracción del -9 % en 2020, se prevé un repunte del PIB real, con un crecimiento previsto del 7,1 % en 2021 y del 5,2 % en 2022. Se prevé que el nivel del PIB nominal en 2022 se sitúe un 2,4 % por encima del nivel de 2019.

Una serie de fenómenos relevantes puede resumirse como sigue:

- La **sostenibilidad exterior** empeoró en 2020, ya que la ratio de PIIN negativa siguió disminuyendo como consecuencia de la contracción del PIB y del acusado deterioro del déficit por cuenta corriente, hasta el -6,6 % del PIB. Con la vuelta del turismo, se prevé que el déficit por cuenta corriente se reduzca en 2021 y 2022. Una gran parte de la PIIN corresponde a deuda pública ampliada en condiciones favorables y a largos plazos de vencimiento.
- La ratio de **endeudamiento público con respecto al PIB** aumentó en 26 puntos porcentuales en 2020, hasta el 206,3 % del PIB, lo que refleja la profundidad de la recesión y el impacto de las medidas para limitar el coste económico y social de la crisis de la COVID-19. Más de la mitad de este aumento se debió al efecto denominador. Se prevé que la ratio de deuda pública empiece a disminuir en 2021. Las necesidades brutas de financiación a largo plazo no han cambiado significativamente desde el inicio de la pandemia, debido principalmente a la disminución de los tipos de refinanciación.
- La rentabilidad del **sector bancario** pasó a ser negativa en 2020 y la ratio de capital ordinario de nivel 1 es una de las más bajas de la UE, en parte debido al saneamiento en curso de los balances de los bancos. Aunque sigue siendo elevada (26,1 % en marzo de 2021), la ratio de préstamos dudosos ⁽⁴²⁾ disminuyó notablemente en 2020 y se espera que lo siga haciendo a un ritmo lento en 2021. Tras el vencimiento de las moratorias, una evaluación inicial muestra un efecto adverso moderado en la calidad de los activos, pero persisten los riesgos a la baja.
- La **tasa de desempleo** siguió disminuyendo incluso durante la pandemia, debido principalmente a las medidas de apoyo del Gobierno, pero siguió siendo elevada, situándose en el 16,3 % en 2020. Se prevé que siga disminuyendo durante el período de previsión.

Grecia entró en la crisis de la COVID-19 con vulnerabilidades relacionadas con la deuda pública, el carácter incompleto del reequilibrio exterior, los préstamos dudosos herencia del pasado, el desempleo y el bajo crecimiento potencial. Con la crisis de la COVID-19, la deuda pública y los desequilibrios externos han aumentado. En conclusión, la Comisión, teniendo en cuenta particularmente los



⁽⁴¹⁾ Algunas de las vulnerabilidades destacadas en este IMA se analizan en el 12.º informe de supervisión reforzada relativo a Grecia.

⁽⁴²⁾ Según el Banco Central Europeo, los préstamos dudosos como porcentaje del total de préstamos y anticipos brutos sobre una base consolidada (es decir, incluidos los saldos en efectivo en bancos centrales y otros depósitos a la vista en el denominador). Esta cifra es diferente de la notificada en el marco de la supervisión reforzada, que sigue a los préstamos dudosos como porcentaje del total de préstamos brutos a clientes individuales, según lo comunicado por el Banco de Grecia.

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

4.9. ESPAÑA

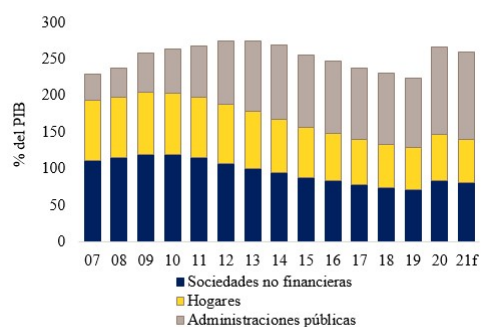
En junio de 2021, la Comisión concluyó que España estaba experimentando desequilibrios macroeconómicos, relacionados en particular con los elevados niveles de deuda exterior, privada y pública, lo cual tiene relevancia transfronteriza, en un contexto de elevado desempleo. En el cuadro de indicadores actualizado, que incluye cifras hasta 2020, una serie de indicadores rebasan sus umbrales indicativos, a saber, la posición de inversión internacional neta (PIIN), el crecimiento de los costes laborales unitarios (CLU), la cuota de mercado de las exportaciones, la deuda pública y privada, la tasa de desempleo, así como la tasa de actividad.

Tras una disminución del 10,8 % en 2020, se prevé que el PIB real aumente un 4,6 % en 2021 y un 5,5 % en 2022. Se prevé que el nivel del PIB nominal en 2023 se sitúe un 2,6 % por encima del nivel de 2019.

Una serie de fenómenos relevantes puede resumirse como sigue:

- La **sostenibilidad exterior** empeoró en 2020 al ampliarse la ratio de PIIN negativa con respecto al PIB, debido principalmente a la contracción de este último, pero también a algunos cambios de valoración negativos. La ratio de PIIN alcanzó el -85,5 % en 2020, pero se prevé que mejore en 2021 y 2022. La PIIN, excluidos los instrumentos sin riesgo de impago (NENDI), sigue siendo considerable. El superávit por cuenta corriente disminuyó hasta el 0,8 % del PIB en 2020, junto con un deterioro de la cuota de mercado de las exportaciones, debido en parte a la debilidad del turismo internacional. Se prevé que la balanza por cuenta corriente registre un ligero superávit en 2021 y 2022.

Gráfico A9: Desglose de la deuda por sector
España



Fuente: Eurostat y servicios de la Comisión

- El **endeudamiento de las empresas y de los hogares** había seguido una tendencia decreciente hasta 2019. Con la crisis de la COVID-19, la ratio de endeudamiento privado con respecto al PIB aumentó hasta situarse ligeramente por encima del 146 % del PIB en 2020, reflejando tanto los flujos de crédito netos al sector empresarial como, en mayor medida, la considerable caída del PIB, superando así el umbral del PDM (133 %). Es probable que el aumento de la ratio de endeudamiento privado con respecto al PIB se invierta parcialmente en 2021, debido a la recuperación económica prevista.
- La ya elevada ratio de **endeudamiento público** con respecto al PIB aumentó en 25 puntos porcentuales en 2020, hasta el 120 % del PIB, lo que refleja la profundidad de la recesión y el impacto de las medidas de apoyo del Gobierno adoptadas en respuesta a la crisis de la COVID-19. Se prevé que disminuya moderadamente de aquí a 2022, alcanzando el 116 %. Persisten los riesgos asociados a las espirales de reacciones negativas de los sectores financiero y público, los cuales pueden amplificarse debido al aumento de las vulnerabilidades del sector empresarial relacionadas con la pandemia.
- El **sector bancario** ha aumentado su resiliencia durante la última década. A través de la crisis de la COVID-19, la capitalización del sector bancario ha mejorado marginalmente, aunque sigue siendo baja. La posición de liquidez de los bancos ha seguido siendo tranquilizadora. La rentabilidad ha sido persistentemente baja y pasó a ser negativa en 2020. La ratio de préstamos dudosos disminuyó hasta el 2,8 % en 2020. No obstante, puede aumentar en el futuro, una vez que el efecto de la eliminación progresiva de las medidas de apoyo público, como las moratorias de los préstamos y los sistemas de garantía, sea plenamente visible.
- Tras disminuir durante varios años, la tasa de **desempleo** volvió a aumentar en 2020 hasta el 15,5 %, en el contexto de la crisis de la COVID-19, y se mantiene por encima del umbral indicativo. Se prevé que disminuya en 2021 y 2022. La tasa de actividad disminuyó y se mantiene por debajo del umbral indicativo. Además, la segmentación del mercado laboral sigue siendo motivo de preocupación.

España entró en la crisis de la COVID-19 con vulnerabilidades relacionadas con la deuda exterior, privada y pública, 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 junio, considera oportuno examinar más a fondo la persistencia de los desequilibrios o su corrección.

4.10. FRANCIA

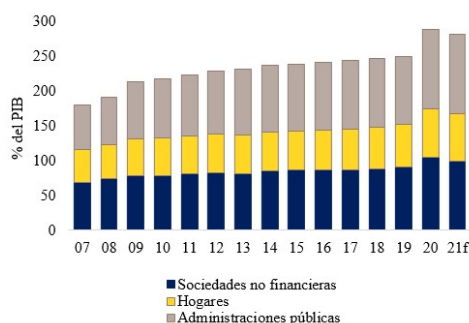
En junio de 2021, la Comisión llegó a la conclusión de que Francia estaba experimentando desequilibrios macroeconómicos, relacionados con una deuda pública elevada y una atonía de la competitividad en un contexto de bajo incremento de la productividad, lo cual tiene relevancia transfronteriza. En el cuadro de indicadores actualizado, que incluye cifras hasta 2020, una serie de indicadores rebasan sus umbrales indicativos, a saber, la deuda pública y privada, la cuota de mercado de las exportaciones, así como la tasa de actividad.

Tras una disminución del 7,9 % en 2020, se prevé que el PIB real aumente un 6,5 % en 2021 y un 3,8 % en 2022. Se prevé que el nivel del PIB nominal en 2022 se sitúe un 6,7 % por encima del nivel de 2019.

Una serie de fenómenos relevantes puede resumirse como sigue:

- La **posición exterior** empeoró en 2020, con una disminución de la ratio de PIIN negativa con respecto al PIB de aproximadamente el -30 %, como consecuencia de un aumento del déficit por cuenta corriente y de la caída del PIB. Se prevé que la balanza por cuenta corriente mejore ligeramente en los próximos años, con el esperado repunte de las exportaciones. Se prevé que la PIIN se estabilice en torno a los niveles actuales.
- La ratio de **endeudamiento privado** con respecto al PIB siguió aumentando en 2020 en 21 puntos porcentuales, hasta casi el 174 %, gracias a los fuertes flujos de crédito. Este aumento se invertirá ligeramente en 2021. Sin embargo, el aumento del endeudamiento de las empresas va acompañado de un aumento paralelo de los colchones de liquidez de estas, mientras que el aumento de la deuda de los hogares también vino acompañado de un aumento de los depósitos. Los **precios reales de la vivienda** crecieron algo más rápidamente en 2020 que en 2019 y muestra signos de una posible sobrevaloración.
- La ya elevada ratio de **endeudamiento público** con respecto al PIB aumentó en 18 puntos porcentuales, hasta el 115 % del PIB en 2020, lo que refleja las medidas de apoyo del Gobierno adoptadas en respuesta a la crisis de la COVID-19 y la profundidad de la recesión. Se espera que empiece a descender en 2021.
- Tras varios años de mejora, los parámetros de **competitividad** se vieron afectados negativamente por la crisis de la COVID-19. El crecimiento de los costes laborales unitarios aumentó temporalmente en 2020, a pesar de una caída de la remuneración por asalariado. Se espera que esto se invierta solo parcialmente en los próximos años. Se prevé que la notable pérdida de cuotas de mercado de las exportaciones en 2020 se recupere en los próximos años.
- El **sector bancario** ha mostrado unos niveles de fondos propios saneados y en aumento, mientras que la ya baja ratio de préstamos dudosos siguió disminuyendo en 2020, hasta el 2,2 %. Sin embargo, esta cifra podría aumentar con la eliminación progresiva de las medidas de apoyo del Gobierno.
- La situación del **mercado laboral** empeoró en 2020 debido a la crisis de la COVID-19, con una disminución del empleo total y de la tasa de actividad. Se espera que tanto la tasa de empleo como de actividad mejoren a partir de 2021.

Gráfico A10: Desglose de la deuda
Francia



Fuente: Eurostat y servicios de la Comisión

Francia entró en la crisis de la COVID-19 con vulnerabilidades relacionadas con la deuda pública y la competitividad en un contexto de baja productividad. Con la crisis de la COVID-19, los stocks de deuda pública, exterior y privada han aumentado. En conclusión, la Comisión, teniendo en cuenta

particularmente los desequilibrios detectados en junio, considera oportuno examinar más a fondo la persistencia de los desequilibrios o su corrección.

4.11. CROACIA

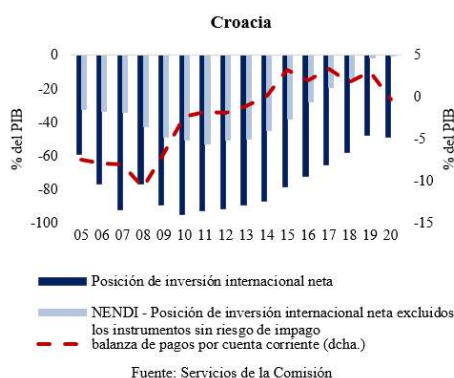
En junio de 2021, la Comisión concluyó que Croacia estaba experimentando desequilibrios macroeconómicos, relacionados con los altos niveles de la deuda exterior, privada y pública en un contexto de bajo crecimiento potencial. En el cuadro de indicadores actualizado, que incluye cifras de hasta 2020, los indicadores de la posición de inversión internacional neta (PIIN), del crecimiento de los costes laborales unitarios (CLU), del crecimiento del precio de la vivienda y de la deuda bruta de las administraciones públicas rebasan sus umbrales indicativos.

Tras una disminución del 8,1 % en 2020, se prevé que el PIB real aumente un 8,1 % en 2021 y un 5,6 % en 2022. Se prevé que el nivel del PIB nominal en 2022 se sitúe un 9,5 % por encima del nivel de 2019.

Una serie de fenómenos relevantes puede resumirse como sigue:

- La **sostenibilidad exterior** empeoró en 2020. La balanza por cuenta corriente pasó a registrar un déficit del 0,1 % del PIB en 2020, debido principalmente a la caída provocada por la pandemia en las exportaciones relacionadas con el turismo. El superávit medio de tres años se redujo al 1,6 %. La PIIN empeoró ligeramente, hasta el -47,8 % del PIB en 2020, pero se espera que mejore de nuevo a partir de 2021. Por el contrario, la PIIN, excluidos los instrumentos sin riesgo de impago (NENDI), siguió mejorando y alcanzó una situación equilibrada en 2020.
- Los **costes laborales unitarios nominales** se aceleraron en 2020 en un contexto de disminución de la productividad, lo que hizo que la variación de tres años se situara en el 13,7 %. Se prevé que el crecimiento de los CLU pase a ser negativo en 2021.
- El **índice de precios de la vivienda** superó de nuevo el umbral en 2020, con un crecimiento del 7,3 % en términos reales, lo que agravó el problema de asequibilidad de la vivienda. En 2021 se debería producir una desaceleración de los precios de la vivienda. Los precios de la vivienda requieren un seguimiento adicional, teniendo también en cuenta la evolución de los precios de la construcción.
- La ratio de **endeudamiento privado** con respecto al PIB aumentó de aproximadamente el 88 % del PIB al 98 % en 2020, debido a la disminución del PIB y a unos flujos de crédito positivos, aunque reducidos. Es probable que el aumento de las ratios de deuda tanto de las empresas como de los hogares se invierta en 2021, debido al efecto denominador (crecimiento del PIB). Aunque el **sector bancario** está bien capitalizado y su rentabilidad es elevada, también se caracteriza por una ratio de préstamos no productivos relativamente elevada, superior al 5 %. Será importante seguir de cerca el efecto de la eliminación progresiva de las medidas de apoyo público, como las moratorias de los préstamos y los sistemas de garantía.
- Tras haber disminuido durante cinco años consecutivos, la ratio de **endeudamiento público** con respecto al PIB aumentó en 16 puntos porcentuales en 2020, hasta el 87,3 % del PIB, lo que refleja las medidas de apoyo del Gobierno adoptadas en respuesta a la crisis de la COVID-19 y la profundidad de la recesión. Con la recuperación económica prevista y la retirada del apoyo de la política fiscal, se prevé que la disminución de la deuda pública se reanude en 2021.

Gráfico A11: PIIN, deuda privada y deuda pública



Fuente: Servicios de la Comisión

Croacia entró en la crisis de la COVID-19 con vulnerabilidades relacionadas con la deuda pública, privada y exterior en un contexto de bajo crecimiento potencial. Con la crisis de la COVID-19, las ratios de deuda han aumentado. En conclusión, la Comisión, teniendo en cuenta particularmente los desequilibrios detectados en junio, considera oportuno examinar más a fondo la persistencia de los desequilibrios o su corrección.

4.12. ITALIA

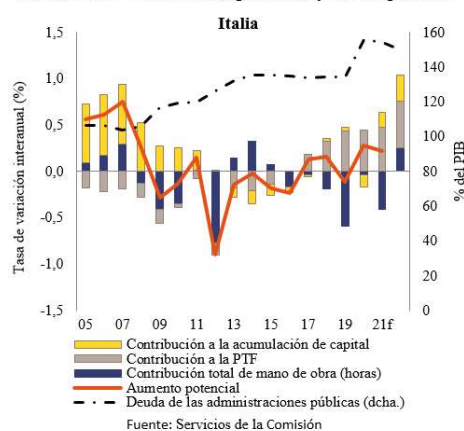
En junio de 2021, la Comisión concluyó que Italia experimentaba desequilibrios macroeconómicos excesivos, en relación con una elevada deuda pública y una prolongada dinámica de baja productividad, lo cual tiene relevancia transfronteriza, en un contexto de fragilidad del mercado laboral y del sector bancario. En el cuadro de indicadores actualizado, que incluye cifras de hasta 2020, los indicadores de la deuda pública y de la tasa de actividad rebasan sus umbrales indicativos.

Tras una fuerte contracción de la producción real del 8,9 % en 2020 como consecuencia de la crisis de la COVID-19, se prevé que el crecimiento del PIB real repunte un 6,2 % en 2021 y un 4,3 % en 2022. Se prevé que el nivel del PIB nominal en 2022 supere el nivel de 2019 en un 4,6 %.

Una serie de fenómenos relevantes puede resumirse como sigue:

- La **posición exterior** es estable, con una posición de inversión internacional neta (PIIN) equilibrada. Se espera que el superávit por cuenta corriente del 3,8 % del PIB en 2020 disminuya ligeramente en 2021, debido en gran parte al aumento de la factura del petróleo y a una mayor demanda de importaciones.
- La **deuda privada** aumentó en 2020, y tanto la deuda de los hogares como la de las empresas se acercaron a los niveles de referencia prudenciales y basados en las variables económicas fundamentales. A partir de 2021, se prevé que ambos componentes de la deuda privada disminuyan, con la reanudación del crecimiento.
- La **productividad** laboral cayó drásticamente en 2020, ya que los regímenes de reducción del tiempo de trabajo reforzaron el empleo, mientras que la producción económica cayó en picado. Se prevé que la productividad mejore a medio plazo, a medida que se recupere el crecimiento del PIB. El **crecimiento de los costes laborales unitarios** aumentó en 2020, pero se espera que se ralentice en un contexto de crecimiento moderado de los salarios en el futuro.
- La ratio de **endeudamiento público** con respecto al PIB aumentó en 21 puntos porcentuales en 2020, alcanzando el 155,6 %. Más de la mitad del aumento de la ratio de deuda se debe al efecto denominador. Se espera que la ratio de deuda pública empiece a disminuir en 2021, a pesar del prolongado apoyo político, y que siga una tendencia descendente en los años siguientes. Siguen existiendo riesgos para las finanzas públicas asociados a las espirales de reacciones de los sectores financiero y empresarial, dado el considerable porcentaje de préstamos garantizados por el sector público y el riesgo de que aumenten las insolvencias empresariales, aunque partiendo de los bajos niveles actuales.
- Han continuado las mejoras en el **sector bancario**, pero persisten las vulnerabilidades. La reducción de la ratio de préstamos dudosos ha seguido avanzando, pero, situándose en el 4,5 % en el primer trimestre de 2021, se mantiene por encima de la media de la zona del euro del 2,4 %. Las medidas en materia de liquidez en respuesta a la pandemia apoyaron los volúmenes de préstamos bancarios. Sin embargo, la rentabilidad de los bancos ha seguido disminuyendo en 2020. Será importante seguir de cerca el efecto de la eliminación progresiva de las medidas de apoyo público, como las moratorias de los préstamos y los sistemas de garantía.
- La **tasa de desempleo** siguió disminuyendo en 2020, hasta el 9,2 %, a diferencia de la mayoría de los demás países de la UE, pero se espera que aumente en 2021. La tasa de desempleo juvenil siguió aumentando en 2020 y es muy elevada. El tamaño de la población activa sigue siendo menor que antes de la crisis de la COVID-19. La persistente inadecuación de las capacidades podría impedir una reducción más rápida de la tasa de desempleo en los próximos años.

Gráfico A12: Crecimiento potencial y deuda privada



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 desempleo aún relativamente elevado. Con la crisis de la COVID-19, las ratios de deuda han aumentado, mientras que persisten las vulnerabilidades del sector financiero y algunas vulnerabilidades en el mercado laboral. En conclusión, la Comisión, teniendo en cuenta particularmente los desequilibrios excesivos detectados en junio, considera oportuno examinar más a fondo la persistencia de riesgos macroeconómicos y supervisar los avances en la corrección de los desequilibrios excesivos.

4.13. CHIPRE

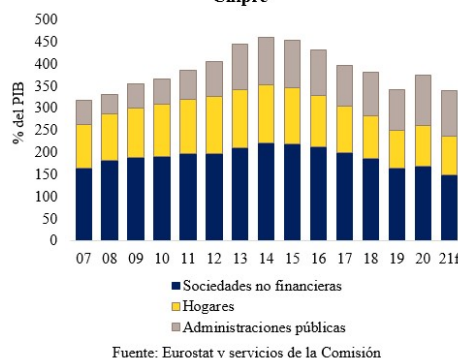
En junio de 2021, la Comisión concluyó que Chipre estaba experimentando desequilibrios macroeconómicos excesivos. Las vulnerabilidades están relacionadas con los altos *stocks* de deuda exterior, pública y privada, y con un todavía elevado número de préstamos dudosos, junto con un importante déficit por cuenta corriente. En el cuadro de indicadores actualizado, que incluye cifras hasta 2020, una serie de indicadores rebasan sus umbrales indicativos, a saber, la balanza por cuenta corriente, la posición de inversión internacional neta (PIIN), la deuda pública y la deuda privada. ⁽⁴³⁾

Tras una disminución del 5,2 % en 2020, se prevé que el PIB real aumente un 5,4 % en 2021 y un 4,2 % en 2022. Se prevé que el nivel del PIB nominal en 2022 se sitúe un 7 % por encima 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 siguió siendo significativamente negativa en 2020, aunque refleja en gran medida las actividades de entidades instrumentales. La balanza por cuenta corriente registró un gran déficit del 10,1 % del PIB en 2020, empeorando desde el 5,7 % de 2019, y las exportaciones turísticas se vieron afectadas muy negativamente por la pandemia. Se esperan mejoras moderadas en 2021 y 2022.
- La ratio de **endeudamiento público** con respecto al PIB aumentó 24 puntos porcentuales en 2020, hasta el 115,3 %, ya que el Gobierno creó un importante colchón de liquidez para garantizar la capacidad necesaria para luchar contra la pandemia, apoyar la economía y gestionar los riesgos de liquidez. Se prevé que la ratio de deuda pública reanude su tendencia decreciente en 2021.
- Tras años de constante disminución, la ratio de **deuda privada** aumentó en 2020 debido a la caída del PIB nominal inducida por la pandemia. La ratio de deuda de los hogares alcanzó el 91 % del PIB, mientras que la ratio de deuda de las sociedades no financieras aumentó hasta casi el 170 % del PIB. Para 2021, sobre la base de la recuperación económica esperada, se prevé que el endeudamiento privado vuelva a una tendencia decreciente, aunque se mantenga por encima de los umbrales prudenciales y basados en las variables económicas fundamentales.
- La rentabilidad del **sector bancario** pasó a ser negativa en 2020. El *stock* de préstamos dudosos sigue siendo elevado, pero disminuyó significativamente en 2020. La ratio de préstamos dudosos se mantuvo estable en torno al 10 % en el primer semestre de 2021. Además, se han planeado nuevas ventas de cartera. La supresión de la moratoria de los préstamos en enero de 2021 todavía no ha mostrado un impacto negativo significativo en la calidad de los activos, pero será importante seguir de cerca el efecto de la eliminación progresiva de las medidas de apoyo público.

Gráfico A13: Deuda y préstamos dudosos
Chipre



Chipre entró en la crisis de la COVID-19 con vulnerabilidades relacionadas con la deuda exterior, privada y pública. Con la crisis de la COVID-19, el déficit por cuenta corriente se ha deteriorado, mientras que las ratios de deuda han aumentado. En conclusión, la Comisión, teniendo en cuenta particularmente los desequilibrios excesivos detectados en junio, considera oportuno examinar más a fondo la persistencia de riesgos macroeconómicos y supervisar los avances en la corrección de los desequilibrios excesivos.

⁽⁴³⁾ El informe de supervisión posterior al programa de otoño de 2021 para Chipre también aborda algunas de las vulnerabilidades señaladas en el IMA.

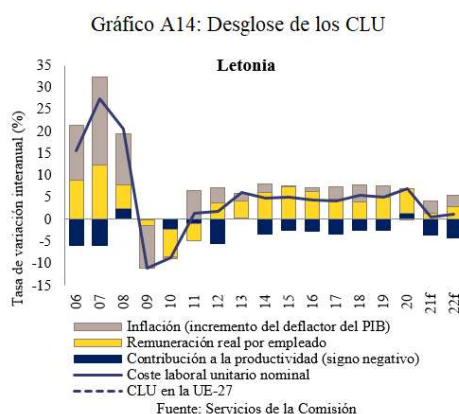
4.14. LETONIA

En el anterior ciclo del PDM, no se detectaron desequilibrios macroeconómicos en Letonia. En el cuadro de indicadores actualizado, una serie de indicadores rebasan sus umbrales indicativos, a saber, el tipo de cambio efectivo real y el crecimiento de los costes laborales unitarios (CLU).

Tras una disminución del 3,6 % en 2020, se prevé que el PIB real aumente un 4,7 % en 2021 y un 5 % en 2022. Se prevé que el nivel del PIB nominal en 2022 se sitúe un 12,9 % por encima del nivel de 2019.

Una serie de fenómenos relevantes puede resumirse como sigue:

- La **balanza por cuenta corriente** osciló hasta un superávit del 2,9 % del PIB en 2020, mejorando considerablemente la PIIN, que actualmente se sitúa en el -34,7 % del PIB, justo por debajo del umbral del PDM. La PIIN negativa de Letonia consiste principalmente en la deuda pública y la inversión extranjera directa, lo que supone un bajo riesgo de fuga repentina o de aumento del coste de servicio. Se prevé que la balanza de pagos por cuenta corriente vuelva a ser ligeramente negativa en 2022, pero se espera que la PIIN siga mejorando.
- Los **indicadores de la competitividad de costes** apuntan a un debilitamiento continuado en 2020. El crecimiento de los costes laborales unitarios ya era elevado antes de la pandemia, pero siguió aumentando en 2020, debido a la combinación de la disminución de la productividad y el continuo crecimiento de los salarios. El crecimiento de los salarios siguió siendo elevado debido a la persistente escasez de personal cualificado y a que la pérdida de puestos de trabajo relacionada con la COVID-19 se acumuló principalmente en los sectores con salarios bajos. Se espera que los efectos en la productividad relacionados con la COVID-19 sean transitorios, pero se prevé que las presiones salariales derivadas de la caída de la oferta de mano de obra sigan siendo un factor en el futuro, ya que se espera que persista el declive demográfico. La cuota de mercado de las exportaciones de Letonia aumentó considerablemente en 2020. El tipo de cambio efectivo real basado en el IPCA aumentó, considerablemente influido por la depreciación del rublo ruso, que cayó alrededor del 20 % en 2020.
- El **crecimiento de los precios reales de la vivienda** se ralentizó considerablemente en 2020, tras varios años de crecimiento dinámico de los precios. Los niveles de deuda privada se mantuvieron estables, con una moderación del crédito en el sector empresarial. El **sector financiero** es sólido y está bien capitalizado, pero la rentabilidad se deterioró significativamente en 2020.
- La **tasa de desempleo** aumentó hasta el 8,1 % en 2020, a la luz de la crisis de la COVID-19. Se espera que empiece a descender en 2021. Asimismo, el desempleo juvenil aumentó en 2020 y se prevé que siga aumentando en 2021. Se espera que el empeoramiento de las condiciones del mercado laboral debido a la crisis de la COVID-19 sea temporal, ya que la tasa de desempleo se aproximará a su nivel anterior a la crisis en 2023.



Letonia entró en la crisis de la COVID-19 sin que se detectaran desequilibrios macroeconómicos, aunque con una posición de inversión internacional neta negativa y un crecimiento de los costes laborales unitarios elevado. Se espera que los problemas relacionados con las presiones por el lado de la oferta de mano de obra y con la competitividad de costes persistan incluso después de la crisis de la COVID-19, pero los riesgos parecen limitados. En conjunto, la Comisión no considera necesario proceder por el momento a un análisis más exhaustivo en el contexto del PDM.

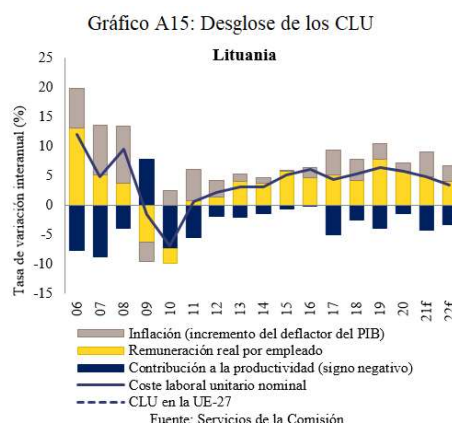
4.15. LITUANIA

En el anterior ciclo del PDM, no se detectaron desequilibrios macroeconómicos en Lituania. En el cuadro de indicadores actualizado, que incluye cifras de hasta 2020, cinco indicadores rebasan sus umbrales indicativos, a saber, el tipo de cambio efectivo real, el crecimiento de los costes laborales unitarios (CLU), el crecimiento del precio de la vivienda, los pasivos del sector financiero y la tasa de desempleo juvenil.

Tras una disminución del 0,1 % en 2020, se prevé que el PIB real aumente un 5 % en 2021 y un 3,6 % en 2022. Se prevé que el nivel del PIB nominal en 2022 se sitúe un 18 % por encima del nivel de 2019.

Una serie de fenómenos relevantes puede resumirse como sigue:

- La **vulnerabilidad exterior** sigue contenida, ya que la balanza por cuenta corriente registró un superávit del 7,3 % del PIB en 2020. El superávit claramente más elevado se ve respaldado por la favorable evolución de las exportaciones de bienes y servicios, y se prevé que siga siendo considerable, aunque algo más bajo, en el futuro. La PIIN, aunque negativa, está mejorando rápidamente. Consiste principalmente en el *stock* acumulado de inversión extranjera directa, y una parte considerable de las entradas de IED procede de beneficios reinvertidos, lo que reduce los riesgos asociados.
- Los **costes laborales unitarios** siguen creciendo rápidamente. Las presiones en el mercado laboral y el aumento de los salarios en el sector público, que reflejan parcialmente las necesidades de gestión de la pandemia, afectan a la dinámica de la remuneración del trabajo. En 2020 y en el primer semestre de 2021, el crecimiento de los salarios se mantuvo elevado, superando el 10 %. La parte correspondiente a los salarios ya es relativamente elevada en comparación con el pasado, y se prevé que la remuneración del trabajo en el sector público se ralentice tras el aumento durante la pandemia, por lo que no se espera que se mantenga el ritmo actual de crecimiento salarial. Se prevé que los costes laborales unitarios crezcan de forma visible, pero a un ritmo ligeramente inferior al de los últimos años.
- El mercado inmobiliario está experimentando una aceleración de los **precios de la vivienda**. Sin embargo, los indicadores de las diferencias de valoración no muestran signos de una posible sobrevaloración. El crecimiento de los precios de la vivienda alcanzó el 6,4 % en 2020 y se aceleró en el primer semestre de 2021. Esto se debe, en parte, a las limitaciones acumuladas del lado de la oferta que han empezado a disminuir lentamente. Se espera que los precios de la vivienda pierdan impulso en los próximos años, debido en parte a la desaceleración prevista del crecimiento de las rentas del trabajo. Aunque el crédito hipotecario ha crecido de forma dinámica, el endeudamiento de los hogares sigue siendo bastante bajo. El **sector bancario** está bien capitalizado, es rentable y el volumen de préstamos dudosos es muy bajo.
- Las presiones en el **mercado laboral** están empezando a resurgir. La tasa de desempleo aumentó hasta el 8,5 % en 2020, pero se espera que disminuya gradualmente en el futuro. El desempleo juvenil aumentó en 2020, pero se prevé que empiece a descender en 2021. En muchos sectores económicos, la escasez de mano de obra, que estaba aumentando antes de la crisis pandémica, está ejerciendo una presión al alza sobre los costes laborales.



Lituania entró en la crisis de la COVID-19 sin que se detectaran desequilibrios macroeconómicos, aunque con presiones acumuladas en el mercado laboral. Recientemente, la escasez de mano de obra en el mercado laboral empezó a resurgir, ejerciendo una presión al alza sobre los costes laborales, aunque

se prevé que el crecimiento de los costes laborales unitarios disminuya ligeramente. En conjunto, la Comisión no considera necesario proceder por el momento a un análisis más exhaustivo en el contexto del PDM.

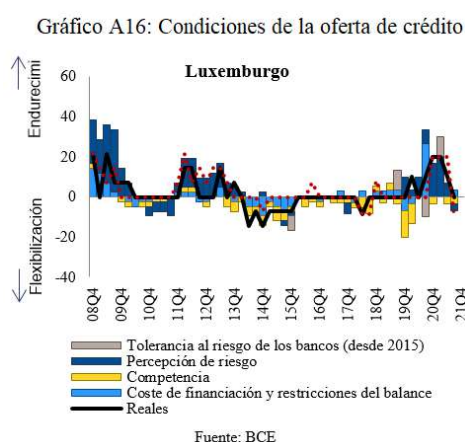
4.16. LUXEMBURGO

En el anterior ciclo del PDM, no se detectaron desequilibrios macroeconómicos en Luxemburgo. En el cuadro de indicadores actualizado, que incluye cifras hasta 2020, los indicadores del crecimiento de los costes laborales unitarios (CLU), del crecimiento de los precios de la vivienda, del nivel de deuda del sector privado y del crecimiento del crédito, así como del desempleo juvenil rebasan sus umbrales indicativos.

El PIB real experimentó una contracción relativamente leve del 1,8 % en 2020, como consecuencia de la crisis de la COVID-19, y alcanzó de nuevo su nivel anterior a la crisis en el primer trimestre de 2021. Se prevé un crecimiento real del 5,8 % en 2021 y del 3,7 % en 2022, lo que situaría el nivel del PIB nominal en 2022 un 17,6 % por encima del nivel de 2019.

Una serie de fenómenos relevantes puede resumirse como sigue:

- Los riesgos relacionados con la **sostenibilidad exterior** siguen siendo limitados. La balanza por cuenta corriente y la posición de inversión internacional neta son significativamente positivas.
- Los **costes laborales unitarios** aumentaron notablemente en 2020, como consecuencia, en parte, del mantenimiento preventivo de personal temporal durante la crisis de la COVID-19. Las tasas de desempleo y de desempleo juvenil aumentaron en 2020 debido a la crisis.
- La ratio de **endeudamiento privado** con respecto al PIB es muy elevada, situándose en torno al 317 % en 2020, a pesar de un descenso reciente a partir del segundo semestre de ese año, impulsado principalmente por la **deuda de las empresas**. Las actividades de préstamo transfronterizas de empresas intragrupo que operan en el centro financiero mundial de Luxemburgo representan el 80 % de la deuda de las empresas, lo que reduce los riesgos.
- La **deuda de los hogares** siguió aumentando en 2020, hasta aproximadamente el 69 % del PIB, lo que se sitúa por debajo de los valores de referencia, aunque considerablemente por encima si se compara con la renta disponible (170 %). El crédito hipotecario se aceleró aún más, en un contexto de crecimiento muy rápido de los precios de la vivienda. Esto ha llevado a la Junta Nacional de Riesgo Sistémico a activar límites macroprudenciales (préstamo-valor) y a aumentar el colchón de capital anticíclico a partir de enero de 2021.
- Los **precios de la vivienda** han registrado tasas de crecimiento de dos dígitos desde la pandemia, apreciándose claros indicios de una posible sobrevaloración. No obstante, se prevé que las subidas de precios se moderen como consecuencia de las medidas adoptadas que se están aplicando. Entre ellas se incluyen reformas de la fiscalidad sobre el uso del suelo y los bienes inmuebles para ayudar a hacer frente a la escasez estructural de viviendas. También se incrementan las inversiones en construcción de viviendas, con el objetivo de mejorar la oferta pública de viviendas asequibles.
- El **sector bancario** está bien capitalizado y tiene liquidez, aunque la rentabilidad se redujo en 2020. La ratio de préstamos dudosos ha seguido siendo muy baja, gracias también a una serie de respuestas políticas oportunas y adecuadas, incluidas las moratorias y los regímenes de reducción del tiempo de trabajo. La persistencia del crecimiento dinámico de las hipotecas, en el contexto de un endeudamiento de los hogares de por sí elevado, representa un riesgo para el sector bancario.



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. Estos riesgos han aumentado aún más. En conjunto, la Comisión no considera necesario proceder por el momento a un análisis más exhaustivo en el contexto del PDM.

4.17. HUNGRÍA

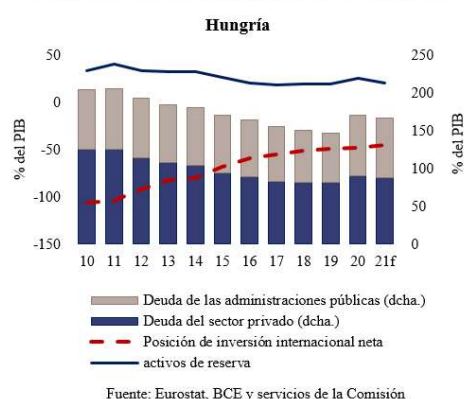
En el anterior ciclo del PDM, no se detectaron desequilibrios macroeconómicos en Hungría. En el cuadro de indicadores actualizado, que incluye cifras de hasta 2020, los indicadores de la posición de inversión internacional neta (PIIN), del crecimiento de los costes laborales unitarios (CLU), de la deuda bruta de las administraciones públicas, de los pasivos del sector financiero y del desempleo juvenil rebasan sus umbrales indicativos.

Tras una disminución del 4,7 % en 2020, se prevé que el PIB real aumente un 7,4 % en 2021 y un 5,4 % en 2022. Se prevé que el nivel del PIB nominal en 2022 se sitúe un 25,1 % por encima del nivel de 2019.

Una serie de fenómenos relevantes puede resumirse como sigue:

- **En cuanto al sector exterior** persisten las vulnerabilidades, aunque la PIIN negativa y amplia consiste principalmente en *stocks* de inversiones extranjeras directas. La PIIN mejoró gradualmente hasta 2020 y se espera que siga aumentando en el futuro. La balanza por cuenta corriente pasó a ser del -1,5 % del PIB en 2020, y se prevé que siga siendo en general estable en 2021 y 2022.
- Hasta ahora, los **fuertes aumentos de los costes laborales unitarios nominales** se han visto compensados, en parte, por las depreciaciones monetarias. Se prevé que los salarios se aceleren en 2021 y 2022, afectados también por una subida del salario mínimo y el aumento de los salarios del sector público, revirtiendo su tendencia de fuerte crecimiento antes de la pandemia; a pesar de la recuperación de la productividad, se prevé que los costes laborales unitarios aumenten notablemente. Al igual que otros países de la región, Hungría siguió ganando cuotas de mercado de las exportaciones, que se beneficiaron de los recientes proyectos de IED. Las reservas oficiales se recuperaron ligeramente desde principios de 2020.
- El **endeudamiento del sector privado** aumentó en 2020, debido a los regímenes de préstamos preferenciales y a una moratoria introducida durante la pandemia de COVID-19. La ratio de endeudamiento de los hogares con respecto al PIB sigue siendo una de las más bajas de la UE. Casi dos quintas partes de los préstamos nacionales de las sociedades no financieras se expresan en moneda extranjera. La crisis provocó un deterioro temporal del **mercado laboral**. La tasa de desempleo se situó en el 4,3 % en 2020, pero se prevé que empiece a descender en 2021.
- El crecimiento de los **precios reales de la vivienda** se ralentizó hasta el 1,9 % en 2020 (5 % en términos nominales), tras un marcado dinamismo en la última mitad de la década. El crecimiento de los precios nominales de la vivienda se aceleró visiblemente en el primer semestre de 2021, hasta el 11,9 % en el segundo trimestre. Los precios de la vivienda muestran posibles signos de sobrevaloración en algunas zonas, lo que plantea ciertos problemas de asequibilidad. La construcción de viviendas se ha ido expandiendo gracias a diversas iniciativas políticas.
- La **deuda bruta de las administraciones públicas** aumentó en 15 puntos porcentuales en 2020, hasta el 80,1 % del PIB, debido principalmente al endeudamiento adicional debido a la crisis de la COVID-19 y a la revaluación de la deuda denominada en moneda extranjera. Se prevé que disminuya hasta situarse ligeramente por encima del 77 % del PIB de aquí a 2022, a pesar de que el gasto discrecional sigue siendo elevado gracias a los ingresos imprevistos. Las necesidades brutas de financiación son elevadas, pero se prevé que disminuyan debido al vencimiento medio cada vez mayor. El Banco Central mantiene un generoso programa de compra de activos que absorbe alrededor de dos tercios de los bonos emitidos por el Estado. El **sector bancario** sigue siendo sólido en general, pero las espirales de reacciones del sector público son importantes, ya que las tenencias de deuda pública representan casi una quinta parte de los activos bancarios. El aumento de los

Gráfico A17: PIIN, deuda privada y deuda pública



pasivos del sector financiero se explica, en parte, por las medidas de política monetaria que impulsan la liquidez para apoyar a la economía en 2020. La retirada de los regímenes de moratoria puede plantear problemas al sector bancario, cuyo ratio de capital de nivel 1 es inferior a la media de la UE.

Hungría entró en la crisis de la COVID-19 sin que se detectaran desequilibrios macroeconómicos, aunque con riesgos relacionados con las presiones en cuanto a los costes, la estructura de la deuda pública y el mercado de la vivienda. Con la crisis de la COVID-19, los riesgos se han mantenido. En conjunto, la Comisión no considera necesario proceder por el momento a un análisis más exhaustivo en el contexto del PDM.

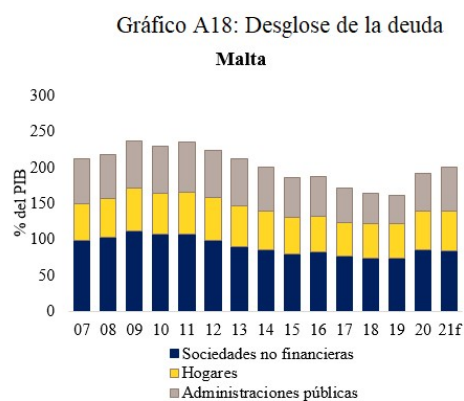
4.18. MALTA

En el anterior ciclo del PDM, no se detectaron desequilibrios macroeconómicos en Malta. En el cuadro de indicadores actualizado, que incluye cifras hasta 2020, dos indicadores rebasan sus umbrales indicativos, a saber, el crecimiento de la deuda privada y de los costes laborales unitarios (CLU).

Tras el descenso del 8,3 % en 2020, se prevé que el PIB real crezca un 5 % en 2021 y un 6,2 % en 2022, gracias a una fuerte recuperación de la crisis de la COVID-19, dejando el PIB nominal en 2022 un 7,3 % por encima de su nivel de 2019.

Una serie de fenómenos relevantes puede resumirse como sigue:

- La **posición de inversión internacional neta (PIIN)** es muy positiva, lo que refleja la posición de Malta como centro financiero internacional. Tras registrar importantes superávits positivos durante tres años hasta 2019, la balanza por cuenta corriente de Malta pasó a registrar un déficit del -2,9 % en 2020, debido principalmente al descenso del turismo. Se espera que se mantenga en un déficit moderado durante el período de previsión. Los costes laborales unitarios crecieron notablemente en 2020 en un contexto de fuerte caída de la productividad, ya que las medidas estratégicas respaldaron el empleo, pero se prevé que se mantengan prácticamente sin cambios en 2021 y disminuyan ligeramente en 2022.



- La **ratio de endeudamiento privado** con respecto al PIB aumentó en 2020 hasta aproximadamente el 139 %, por lo que superó ligeramente el umbral del cuadro de indicadores. Se espera que la ratio se mantenga en torno al mismo nivel en 2021. La deuda de las empresas aumentó en 2020 desde un nivel de por sí elevado, pero se prevé que empiece a disminuir ligeramente en 2021. Aunque se habían tomado medidas para abordar algunas cuestiones del marco de lucha contra el blanqueo de capitales, se ha añadido a Malta a la lista de jurisdicciones sometidas a un seguimiento reforzado por el Grupo de Acción Financiera Internacional (un organismo intergubernamental contra el blanqueo de capitales). No obstante, se espera que las consecuencias de esta decisión sigan siendo limitadas si se resuelven rápidamente las deficiencias detectadas, tal como Malta se ha comprometido a hacer. La deuda de los hogares aumentó considerablemente en 2020 y se espera que se mantenga prácticamente sin cambios en 2021, situándose en algo más del 100 % de la renta bruta disponible de los hogares. La deuda de los hogares consiste principalmente en hipotecas. Los **precios de la vivienda** han crecido de forma sostenida en los últimos años, apreciándose algunos indicios de una posible sobrevaloración, aunque su crecimiento fue menor en 2020. Los datos correspondientes al primer semestre de 2021 sugieren que el crecimiento está recuperándose de nuevo.
- La **deuda pública** aumentó en 13 puntos porcentuales en 2020, hasta el 53,4 % del PIB debido a la crisis de la COVID-19, lo que refleja la profundidad de la recesión y, en particular, las medidas de apoyo del Gobierno. Se espera que siga aumentando en 2021 y 2022 y que vuelva a situarse justo por encima del 60 % de aquí a 2031.
- El **sector bancario** está bien capitalizado y tiene una sólida posición de liquidez. Los niveles de provisión aumentaron y la ratio de cobertura mejoró, pero la rentabilidad cayó en picado en 2020. Con un 3,6 %, la ratio de préstamos dudosos siguió siendo moderada en 2020. Será importante seguir de cerca el efecto de la eliminación progresiva de las medidas de apoyo público, como las moratorias de los préstamos y los sistemas de garantía. Se está llevando a cabo una revisión del marco de insolvencia. La exposición de los bancos al sector inmobiliario es considerable.
- La **tasa de desempleo** sigue siendo baja. Aumentó ligeramente hasta el 4,4 % en 2020, como consecuencia de los efectos de la crisis de la COVID-19. Sin embargo, a medida que se afiance la

recuperación, se espera que en 2021 empiece a disminuir y que en 2022 disminuya a casi el nivel anterior a crisis.

Malta entró en la crisis de la COVID-19 sin que se detectaran desequilibrios macroeconómicos, aunque el crecimiento relativamente dinámico de los precios de la vivienda entrañaba riesgos limitados, también en relación con la exposición de los bancos a los bienes inmuebles. Con la crisis de la COVID-19, las presiones sobre los precios de la vivienda se moderaron ligeramente, pero aún deben ser objeto de seguimiento. La deuda privada y pública aumentó. En conjunto, la Comisión no considera necesario proceder por el momento a un análisis más exhaustivo en el contexto del PDM.

4.19. PAÍSES BAJOS

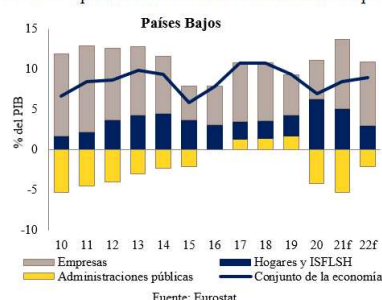
En junio de 2021, la Comisión llegó a la conclusión de que los Países Bajos estaban experimentando desequilibrios macroeconómicos, particularmente en relación con el alto *stock* de deuda privada y el gran superávit por cuenta corriente, lo cual tiene relevancia transfronteriza. En el cuadro de indicadores actualizado, que incluye cifras hasta 2020, una serie de indicadores rebasan sus umbrales indicativos, a saber, la media trienal de la balanza de pagos por cuenta corriente, los costes laborales unitarios nominales, la deuda privada y el crecimiento de los precios de la vivienda.

Tras una disminución del 3,8 % en 2020, se prevé que el PIB real aumente un 4 % en 2021 y un 3,3 % en 2022. Se prevé que el nivel del PIB nominal en 2022 se sitúe un 10,2 % por encima del nivel de 2019.

Una serie de fenómenos relevantes puede resumirse como sigue:

- El **superávit por cuenta corriente** disminuyó hasta el 7 % del PIB en 2020, pero la media trienal del 9,1 % se mantiene muy por encima del umbral del cuadro de indicadores. El descenso registrado en 2020 fue consecuencia de una disminución de los saldos de la cuenta de ingresos, principalmente de los ingresos por inversión. La balanza comercial se mantuvo estable en 2020, aunque con volúmenes de comercio subyacentes más bajos. Desde el punto de vista del ahorro, el superávit de los hogares y de las empresas aumentó, pero fue compensado con creces por el sector público, que se trasladó de forma acusada al endeudamiento neto debido a la aplicación de medidas de apoyo fiscal relacionadas con la crisis. La tasa global de ahorro en los Países Bajos sigue siendo elevada en comparación con las variables económicas fundamentales y otros países de la UE. Para 2021 y 2022, se espera que el superávit de ahorro aumente moderadamente y que el déficit público disminuya.
- El **endeudamiento privado** siguió aumentando en 2020 hasta casi el 234 % del PIB y se mantiene significativamente por encima del umbral del cuadro de indicadores. El elevado nivel de **deuda de las empresas**, impulsado principalmente por la deuda intragrupo de las multinacionales, se mantuvo prácticamente estable en 2020. La **ratio de deuda de los hogares** aumentó hasta más del 100 % del PIB, debido principalmente a la caída de este, pero se espera que disminuya en 2021 a medida que la actividad económica se recupere de la crisis de la COVID-19.
- Los **precios reales de la vivienda** aumentaron un 6 % en 2020, apreciándose algunos indicios de una posible sobrevaloración. Los elevados precios de la vivienda están determinados por una serie de factores a largo plazo tanto sobre la demanda (bajos tipos de interés en combinación con la deducibilidad de los intereses hipotecarios, mercado privado del alquiler poco desarrollado) como sobre la oferta (la construcción de viviendas no satisface las exigencias demográficas). Se espera que el crecimiento de los precios de la vivienda continúe y se mantenga por encima del umbral en 2021.

Gráfico A19: Capacidad/necesidad neta de financiación por sector



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 privada. Tras haber disminuido algo durante la crisis de la COVID-19, se espera que el superávit de ahorro vuelva a aumentar en el futuro. La deuda del sector privado se ha mantenido muy elevada. En conclusión, la Comisión, teniendo en cuenta particularmente los desequilibrios detectados en junio, considera oportuno examinar más a fondo la persistencia de los desequilibrios o su corrección.

4.20. AUSTRIA

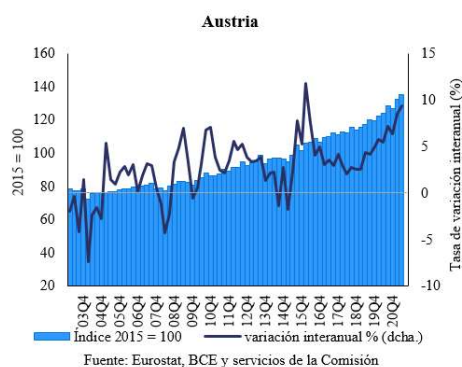
En el anterior ciclo del PDM, no se detectaron desequilibrios macroeconómicos en Austria. En el cuadro de indicadores actualizado, que incluye cifras de hasta 2020, los indicadores de la deuda privada, del crecimiento de los precios de la vivienda y del crecimiento de los costes laborales unitarios (CLU) rebasan sus umbrales indicativos.

Tras una fuerte contracción de la actividad económica en 2020 del -6,7 %, se prevé que el PIB real repunte un 4,4 % en 2021. Con la recuperación económica en curso, se espera que el PIB real crezca un 4,9 % en 2022, con un PIB nominal un 8,8 % por encima de su nivel de 2019.

Una serie de fenómenos relevantes puede resumirse como sigue:

- La **vulnerabilidad exterior** y los problemas de **competitividad** siguen siendo limitados. El superávit por cuenta corriente disminuyó hasta el 1,9 % del PIB en 2020 y se espera que la balanza por cuenta corriente esté globalmente equilibrada en el futuro. La posición de inversión internacional neta sigue siendo positiva en un nivel moderado. El aumento temporal del crecimiento de los costes laborales unitarios en 2020 refleja temporalmente una menor productividad en un entorno de mantenimiento preventivo de personal en el contexto de la crisis de la COVID-19.
- El **endeudamiento privado** aumentó hasta aproximadamente el 131 % del PIB en 2020, debido principalmente a la disminución del PIB inducida por la COVID-19 y a algunos flujos de crédito netos, especialmente a empresas. Se prevé que esto se invierta en parte en 2021, como consecuencia de la recuperación económica.
- La **deuda pública** se apartó de su trayectoria descendente y aumentó en 13 puntos porcentuales en 2020, hasta el 83,2 % del PIB, como resultado directo de los estabilizadores automáticos y de la significativa respuesta de política fiscal adoptada. Se prevé que la ratio de endeudamiento público con respecto al PIB empiece a disminuir en 2021.
- Los riesgos asociados al **sector bancario** parecen limitados. Los bancos tienen poca exposición neta a los países vecinos, han mejorado su capitalización y han reducido su apalancamiento. La ratio de préstamos dudosos cayó continuamente desde 2014, hasta el 2,0 % en 2020.
- Los **precios reales de la vivienda** se aceleraron en 2020, hasta el 6,2 %, apreciándose indicios de una posible sobrevaloración. El crecimiento de los precios de la vivienda volvió a aumentar en los dos primeros trimestres de 2021. Al mismo tiempo, el crecimiento del crédito se aceleró en 2021 y los niveles de endeudamiento de los hogares se ajustan, en líneas generales, a su nivel histórico.
- En el **mercado laboral**, los regímenes de reducción del tiempo de trabajo contribuyeron a mitigar el efecto de la disminución de la actividad económica sobre el desempleo, lo que dio lugar a una fuerte caída de las horas trabajadas. La tasa de desempleo aumentó moderadamente hasta el 5,4 % en 2020, pero se espera que disminuya a partir de 2021.

Gráfico A20: Índice de precios reales de la vivienda



Austria hizo frente a la crisis de la COVID-19 sin que se detectaran desequilibrios macroeconómicos. Con la crisis de la COVID-19, la deuda pública y privada ha aumentado y los precios de la vivienda están aumentando, aunque se espera que parte de esta evolución se invierta en parte en el futuro. En conjunto, la Comisión no considera necesario proceder por el momento a un análisis más exhaustivo en el contexto del PDM.

4.21. POLONIA

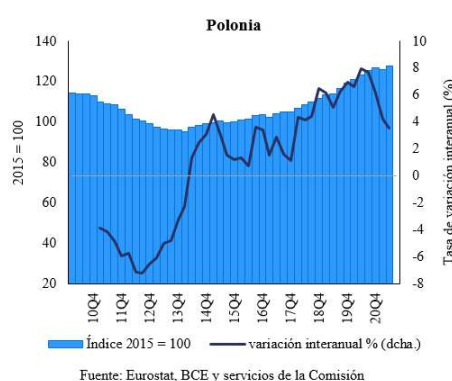
En el anterior ciclo del PDM, no se detectaron desequilibrios macroeconómicos en Polonia. En el cuadro de indicadores actualizado, que incluye cifras de hasta 2020, los indicadores de la posición de inversión internacional neta (PIIN), del crecimiento de los costes laborales unitarios (CLU) y del crecimiento del precio de la vivienda rebasan sus umbrales indicativos.

Tras una disminución del 2,5 % en 2020, se prevé que el PIB real aumente un 4,9 % en 2021 y un 5,2 % en 2022. Se prevé que el nivel del PIB nominal en 2022 se sitúe un 23,6 % 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 2020. 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 siga mejorando a lo largo de 2021 y 2022. En 2020, la balanza por cuenta corriente pasó a ser más positiva y se espera que disminuya ligeramente en 2021.
- El **endeudamiento del sector privado** sigue siendo bajo, ya que los hogares y las sociedades no financieras de Polonia siguen estando entre los menos endeudados de la UE. La ratio de endeudamiento privado con respecto PIB aumentó en 2020, pero se prevé que disminuya en 2021.
- El crecimiento de los **precios de la vivienda** alcanzó el 7,1 % en 2020, ya que los bajos tipos de interés y el aumento del ahorro derivado de la pandemia dieron lugar a un repunte de la demanda de viviendas. No obstante, el crecimiento de las hipotecas sigue siendo moderado hasta la fecha. A medida que la recuperación del sector de la construcción se acelere, aumentando la oferta de viviendas, se espera que el crecimiento de los precios de la vivienda se reduzca en 2021.
- El **sector bancario** se mantuvo, en general, bien capitalizado y en buenas condiciones, a pesar de la pandemia. La ratio de préstamos dudosos disminuyó en 2020, pero es comparativamente elevada y puede aumentar en el futuro como consecuencia de la crisis de la COVID-19. La **deuda pública** aumentó hasta el 57,4 % del PIB en 2020, frente al 45,6 % en 2019, debido principalmente al endeudamiento adicional a la luz de la crisis de la COVID-19. Se espera que empiece a descender en 2021.
- A pesar de la crisis de la COVID-19, las condiciones del **mercado laboral** siguieron mejorando. La tasa de desempleo disminuyó un poco en 2020, pero se espera que aumente ligeramente hasta el 3,3 % en 2021, impulsada por la eliminación progresiva de las medidas de apoyo del Gobierno. La creciente escasez de mano de obra ha ejercido una presión al alza sobre los **costes laborales unitarios**, que aumentaron un 6,3 % en 2020. Se espera que esta escasez se reduzca a medida que vuelvan los flujos migratorios y la demanda reprimida desaparezca gradualmente. No obstante, se prevé que el crecimiento de la remuneración sea fuerte y que un fuerte aumento de la productividad reduzca el crecimiento de los costes laborales unitarios.

Gráfico A21: Índice de precios reales de la vivienda



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 deuda pública ha aumentado y el crecimiento de los precios de la vivienda se ha acelerado, pero los riesgos asociados parecen limitados. En conjunto, la Comisión no considera necesario proceder por el momento a un análisis más exhaustivo en el contexto del PDM.

4.22. PORTUGAL

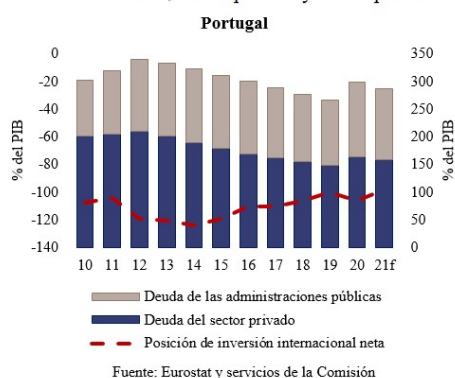
En junio de 2021, la Comisión llegó a la conclusión de que Portugal estaba experimentando desequilibrios macroeconómicos, en relación con el gran *stock* de pasivos exteriores netos, así como la deuda pública y privada, mientras que los préstamos dudosos seguían siendo elevados, en un contexto de bajo crecimiento de la productividad. En el cuadro de indicadores actualizado, que incluye cifras hasta 2020, una serie de indicadores rebasan sus umbrales indicativos, a saber, la posición de inversión internacional neta (PIIN), la deuda pública y privada, el crecimiento de los precios de la vivienda, el crecimiento de los costes laborales unitarios (CLU) y la tasa de actividad. ⁽⁴⁴⁾

Tras una contracción del 8,4 % en 2020 como consecuencia de la pandemia de COVID-19, se prevé que el PIB real aumente un 4,5 % en 2021 y un 5,3 % en 2022. Se prevé que el PIB nominal se sitúe en 2022 en torno a un 5,7 % por encima del nivel de 2019.

Una serie de fenómenos relevantes puede resumirse como sigue:

- La **sostenibilidad exterior** sigue siendo un problema debido al gran *stock* de pasivos exteriores netos, en un contexto de cierto deterioro del saldo de la balanza de pagos por cuenta corriente durante la crisis de la COVID-19. No obstante, a pesar de la gran exposición del país al turismo transfronterizo, la ratio de PIIN con respecto al PIB se recuperó hasta los niveles anteriores a la pandemia a mediados de 2021. Se prevé que siga mejorando gradualmente a lo largo del período de previsión. Tras años de crecimiento moderado, los **costes laborales unitarios** nominales han aumentado considerablemente en 2020 y se han situado por encima del umbral indicativo, pero se espera que disminuyan ligeramente en el futuro.

Gráfico A22: PIIN, deuda privada y deuda pública



- El **endeudamiento del sector privado** ha interrumpido su tendencia descendente durante la conmoción causada por la COVID-19 en 2020, debido principalmente a la contracción económica, que hizo que la ratio de deuda privada subiera en 14 puntos porcentuales, cerca del 164 % del PIB. De cara al futuro, se prevé que el endeudamiento privado vuelva a una tendencia descendente. Con la ayuda de moratorias, la ratio de préstamos dudosos siguió disminuyendo durante la pandemia, hasta el 4,9 % en 2020. Será importante seguir de cerca el efecto de la eliminación progresiva de las medidas de apoyo público, como las moratorias de los préstamos y los sistemas de garantía. Además, la ratio de capital del **sector bancario** y su rentabilidad son bajos.
- La **deuda pública** aumentó en 19 puntos porcentuales en 2020, hasta alcanzar un máximo histórico del 135,2 % del PIB, debido a un repentino déficit primario y a un efecto de bola de nieve desfavorable en el contexto de la crisis de la COVID-19. Se prevé que la ratio de endeudamiento público con respecto al PIB reanude su tendencia descendente en 2021. Aunque hay factores atenuantes en juego relacionados con su perfil y composición, así como con el considerable colchón de liquidez, se espera que la ratio de endeudamiento público con respecto al PIB se mantenga por encima de su nivel anterior a la pandemia durante algunos años. Persisten los riesgos asociados a las espirales de reacciones de los sectores financiero y público, los cuales pueden amplificarse debido al aumento de las vulnerabilidades del sector empresarial relacionadas con la pandemia.
- El **crecimiento real de los precios de la vivienda** superó el umbral indicativo durante cinco años consecutivos hasta 2020. Los precios de la vivienda muestran signos de una posible sobrevaloración. Sin embargo, su crecimiento se ralentizó en 2021, gracias al aumento de los volúmenes de construcción y a la moderación de la demanda en algunos segmentos de mercado.
- La **tasa de actividad** disminuyó en 2020. Esto coincide con un ligero aumento de la tasa de desempleo. Se espera que tanto la tasa de actividad como la tasa de desempleo empiecen a mejorar de nuevo este año.

⁽⁴⁴⁾ El informe de supervisión posterior al programa de otoño de 2021 para Portugal también aborda algunas de las vulnerabilidades señaladas en el IMA.

Portugal entró en la crisis de la COVID-19 con vulnerabilidades relacionadas con los grandes stocks de deuda exterior, privada y pública en un contexto de bajo crecimiento de la productividad. Con la crisis de la COVID-19, las ratios de deuda han seguido aumentando. En conclusión, la Comisión, teniendo en cuenta particularmente los desequilibrios detectados en junio, considera oportuno examinar más a fondo la persistencia de los desequilibrios o su corrección.

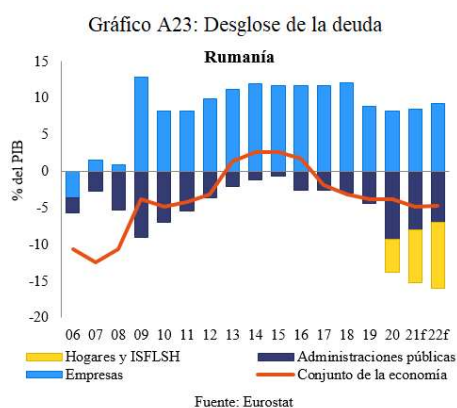
4.23. RUMANÍA

En junio de 2021, la Comisión concluyó que Rumanía estaba experimentando desequilibrios macroeconómicos, en particular un déficit por cuenta corriente considerable y persistente en un contexto de grandes déficits públicos, mientras que las anteriores presiones de recalentamiento estaban disminuyendo. En el cuadro de indicadores actualizado, que incluye cifras hasta 2020, una serie de indicadores rebasan sus umbrales indicativos, a saber, la balanza de pagos por cuenta corriente, la posición de inversión internacional neta (PIIN) y el crecimiento de los costes laborales unitarios (CLU).

Tras una disminución del 3,9 % en 2020, debido a la crisis de la COVID-19, se prevé que el PIB real repunte en 2021, aumentando un 7 % en 2021 y un 5,1 % en 2022. Se prevé que el nivel del PIB nominal en 2022 supere el nivel de 2019 en un 21,4 %.

Una serie de fenómenos relevantes puede resumirse como sigue:

- En cuanto a la **sostenibilidad exterior**, se prevé que el déficit por cuenta corriente del 5 % del PIB en 2020 aumente en 2021 hasta alrededor del 6 % del PIB, debido en gran parte a una balanza comercial muy negativa. Se prevé que la PIIN se mantenga estable en torno al -48 % del PIB en 2021 y 2022. La PIIN, excluidos los instrumentos sin riesgo de impago (NENDI), es ligeramente negativa.
- La **competitividad** también se vio afectada negativamente por un notable aumento de los costes laborales unitarios nominales en 2020, debido en parte a la fuerte caída de la producción y a la consiguiente caída de la productividad en un contexto de mantenimiento preventivo de personal durante la crisis de la COVID-19. No obstante, para 2021 y 2022, se espera que las fuertes recuperaciones de la productividad limiten el crecimiento de los costes laborales unitarios, a pesar del crecimiento comparativamente fuerte de la remuneración por asalariado.
- Los **precios de la vivienda** aumentaron ligeramente en 2020, pero se prevé que su crecimiento se acelere en 2021.
- La **deuda bruta de las administraciones públicas**, aunque sigue estando claramente por debajo del umbral del 60 % del PIB, ha aumentado 12 puntos porcentuales en 2020, debido a las medidas adoptadas contra la crisis de la COVID-19 y a la persistencia de los déficits públicos. Se estima que la ratio de endeudamiento público con respecto al PIB aumentará hasta el 49,3 % de este en 2021 y se espera que siga creciendo en 2022.
- La ratio de préstamos dudosos del **sector bancario** se mantuvo prácticamente estable en 2020 y principios de 2021, en torno al 4 % del total de préstamos. La deuda del sector privado es muy baja.
- La **tasa de desempleo** aumentó hasta el 5 % en 2020. Se prevé que se mantenga al mismo nivel en 2021, pero que empiece a disminuir posteriormente. Asimismo, la tasa de desempleo juvenil aumentó en 2020 y se prevé que siga aumentando en 2021.



Rumanía entró en la crisis de la COVID-19 con vulnerabilidades relacionadas con el aumento del déficit por cuenta corriente, el deterioro de la posición exterior y pérdidas significativas de competitividad de costes. Con la crisis de la COVID-19, la deuda pública ha aumentado, aunque a partir de niveles bajos. En conclusión, la Comisión, teniendo en cuenta particularmente los desequilibrios detectados en junio, considera oportuno examinar más a fondo la persistencia de los desequilibrios o su corrección.

4.24. ESLOVENIA

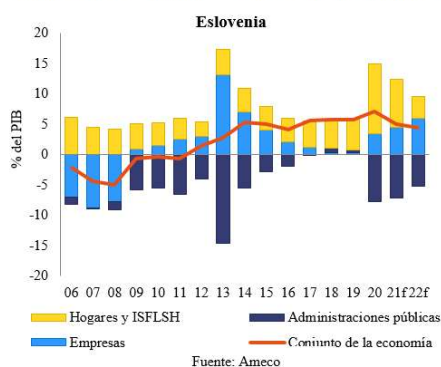
En el anterior ciclo del PDM, no se detectaron desequilibrios macroeconómicos en Eslovenia. En el cuadro de indicadores actualizado, que incluye cifras de hasta 2020, los indicadores del superávit por cuenta corriente, del crecimiento de los costes laborales unitarios, de la deuda bruta de las administraciones públicas y del crecimiento del desempleo juvenil rebasan sus umbrales indicativos.

Tras una disminución del 4,2 % en 2020, se prevé que el PIB real aumente un 6,4 % en 2021 y un 4,2 % en 2022. Se prevé que el nivel del PIB nominal en 2022 se sitúe un 11,1 % por encima del nivel de 2019.

Una serie de fenómenos relevantes puede resumirse como sigue:

- **El amplio superávit por cuenta corriente siguió aumentando**, pasando del 6 % al 7,4 % del PIB en 2020, situando la media de tres años por encima del umbral indicativo superior. Se prevé que el superávit por cuenta corriente disminuya ligeramente en 2021 y 2022. La PIIN negativa ha mejorado de forma gradual pero constante desde 2012, alcanzando el -15,2 % del PIB en 2020, y se espera que se aproxime al equilibrio de aquí a 2022. La cuota de mercado de las exportaciones de Eslovenia ha crecido visiblemente en los últimos años.
- **El endeudamiento del sector privado solo aumentó ligeramente** en 2020, hasta el 69,7 % del PIB, y se mantiene por debajo de los niveles de referencia prudenciales y basados en las variables económicas fundamentales. Este aumento refleja principalmente la caída del PIB, ya que el flujo de crédito fue negativo en 2020. Los **precios de la vivienda** crecieron un 5,2 %, en consonancia con las tendencias recientes.
- **El sector bancario** sigue estando bien capitalizado, su rentabilidad solo disminuyó ligeramente y la ratio de préstamos dudosos siguió reduciéndose en 2020.
- La **deuda pública** aumentó hasta el 79,8 % del PIB en 2020, frente al 65,6 % en 2019, debido al endeudamiento adicional a la luz de la crisis de la COVID-19 y, en menor medida, a la fuerte caída del PIB en 2020. Se prevé que la deuda bruta de las administraciones públicas disminuya en 2021 y 2022.
- Las condiciones del **mercado laboral** se deterioraron ligeramente en el contexto de la pandemia de COVID-19. La tasa de desempleo aumentó ligeramente hasta el 5 % en 2020, en comparación con el 4,5 % de 2019. La tasa de desempleo juvenil, que había disminuido fuertemente en años anteriores, aumentó de forma particularmente acusada, pasando del 8,1 % en 2019 al 14,2 % en 2020. Sin embargo, los datos de 2021 apuntan a una mejora de las condiciones del mercado laboral y a una caída de las tasas de desempleo. Los **costes laborales unitarios** aumentaron un 7,4 % en 2020 debido al mantenimiento preventivo de personal asociado a la crisis de la COVID-19. Se prevé que la mejora de la productividad durante la recuperación conduzca a una disminución de los costes laborales unitarios en 2021 y 2022.

Gráfico A24: Capacidad/necesidad neta de financiación por sector



Eslovenia entró en la crisis de la COVID-19 sin que se detectaran desequilibrios macroeconómicos, aunque con una elevada deuda pública que entrañaba riesgos de carácter limitado. Con la crisis de la COVID-19, la deuda pública ha aumentado y el amplio superávit por cuenta corriente siguió aumentando. En conjunto, la Comisión no considera necesario proceder por el momento a un análisis más exhaustivo en el contexto del PDM.

4.25. 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 2020, los indicadores de la posición de inversión internacional neta (PIIN), del tipo de cambio efectivo real (TCER), del crecimiento de los costes laborales unitarios (CLU) y del crecimiento del precio de la vivienda rebasan sus umbrales indicativos.

Tras una disminución del 4,4 % en 2020, se prevé que el PIB real aumente un 3,8 % en 2021 y un 5,3 % en 2022, lo que situaría el PIB nominal en 2022 un 13,6 % por encima de su nivel de 2019.

Una serie de fenómenos relevantes puede resumirse como sigue:

- La **vulnerabilidad exterior** se mantiene. En torno al -66 % del PIB, la PIIN seguía estando significativamente por encima del umbral en 2020. La mayor parte se debe a pasivos sin riesgo de impago relacionados con flujos de inversión pasados, que pueden ser más estables y, por tanto, suponer un riesgo menor. Se prevé que la PIIN mejore gradualmente en 2021 y 2022 gracias a los flujos de préstamos netos positivos.
- El crecimiento de los **costes laborales unitarios** era elevado antes de la pandemia y se aceleró aún más en 2020. Sin embargo, la evolución reciente refleja principalmente el mantenimiento preventivo de personal en el contexto de la crisis de la COVID-19. De cara al futuro, se espera que el crecimiento de los CLU se ralentice notablemente debido a la inversión del efecto del mantenimiento preventivo de personal sobre la productividad, mientras que se prevé que el elevado crecimiento de la remuneración por asalariado siga pesando sobre dicho crecimiento. El TCER basado en el IPCA se situó ligeramente por encima del umbral en 2020, pero las cuotas de mercado de las exportaciones no se han visto afectadas negativamente. No obstante, la elevada concentración de las exportaciones en algunos sectores y la integración en las cadenas de valor mundiales siguen siendo factores de riesgo.
- El **endeudamiento del sector privado**, y en particular la deuda hipotecaria de los hogares, lleva varios años aumentando, pero su ritmo de crecimiento ha disminuido. La deuda de los hogares aumentó ligeramente, hasta el 47 % del PIB en 2020. Se mantiene ligeramente por debajo de los niveles prudenciales, pero por encima del nivel que conllevarían las variables económicas fundamentales.
- Los **precios reales de la vivienda** aumentaron hasta el 7,2 % en 2020, lo que posiblemente contribuyó al endeudamiento de los hogares. Los precios de la vivienda muestran signos de una posible sobrevaloración. Se prevé que el crecimiento de los precios de la vivienda disminuya en 2021.
- Como consecuencia de la política fiscal favorable, la **deuda pública** aumentó en 12 puntos porcentuales, hasta el 59,7 % del PIB en 2020. Se espera que aumente ligeramente en 2021, pero que vuelva a situarse en torno al 60 % del PIB posteriormente, respaldada por el fuerte crecimiento, los bajos tipos de interés y el descenso de los déficits públicos primarios.
- El **sector bancario** es sólido y cuenta con sólidos colchones de capital. La ratio de préstamos dudosos siguió disminuyendo en 2020 y se sitúa por debajo de la media de la UE, pero podría aumentar a medida que se retiren las medidas adoptadas contra la crisis. La exposición de los balances de los bancos al mercado de la vivienda ha aumentado.

Gráfico A25: Aumento del precio de la vivienda y de las hipotecas



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 algunos riesgos. Con la crisis de la COVID-19, han aumentado algunos riesgos. En conjunto, la Comisión no considera necesario proceder por el momento a un análisis más exhaustivo en el contexto del PDM.

4.26. 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 2020, dos indicadores, la deuda del sector privado y la deuda bruta de las administraciones públicas, rebasan sus umbrales indicativos.

Tras una disminución del 2,9 % en 2020, se prevé que el PIB real aumente un 3,4 % en 2021 y un 2,8 % en 2022. Se prevé que el nivel del PIB nominal en 2022 se sitúe un 8,7 % por encima del nivel de 2019.

Una serie de fenómenos relevantes puede resumirse como sigue:

- **En cuanto al sector exterior**, la balanza de pagos por cuenta corriente pasó a ser positiva y el superávit comercial aumentó ligeramente en 2020 a medida que aumentó la cuota de mercado de las exportaciones. En el futuro, se espera que la balanza por cuenta corriente registre un pequeño superávit. La posición de inversión internacional neta disminuyó hasta el -5,3 % del PIB en 2020. Los costes laborales unitarios aumentaron ligeramente debido a la caída de la productividad provocada por la crisis.
- El **endeudamiento del sector privado** siguió aumentando, y la ratio de endeudamiento privado con respecto al PIB aumentó en parte debido a una caída del PIB. Se prevé que esto se invierta parcialmente en 2021 gracias a la consolidación de la recuperación económica. Sin embargo, se espera que las condiciones de crédito favorables, incluidos los bajos tipos de interés y el rápido crecimiento de la construcción de viviendas, sostengan el aumento de la ratio de endeudamiento privado con respecto al PIB, aunque el efecto de la recesión de la COVID-19 se agudice.
- La **deuda pública** aumentó hasta el 69,5 % del PIB en 2020, frente al 59,5 % en 2019, debido a la respuesta de la política fiscal gubernamental a la crisis y, en menor medida, a la caída del PIB en 2020. Se prevé que se estabilice en el 71 % a partir de 2021.
- El **sector bancario** sigue estando bien capitalizado y la ratio de préstamos dudosos es baja y se ha mantenido prácticamente sin cambios y no se espera que aumente significativamente. La crisis de la COVID-19 no tuvo un impacto visible en el servicio de la deuda ni en el número de quiebras de empresas. Los riesgos para la estabilidad financiera siguen siendo limitados, a pesar de las importantes exposiciones transfronterizas, especialmente con otros países nórdicos.
- Las condiciones del **mercado laboral** se deterioraron ligeramente durante la crisis, con la ayuda de medidas de apoyo del Gobierno que limitaron el aumento de la tasa de desempleo a 1.1 puntos porcentuales, situándola en el 7,8 % en 2020. Se prevé que la tasa de desempleo empiece a disminuir gradualmente a partir de 2021, a medida que la economía se recupere, pero no se espera que descienda hasta su nivel anterior a la pandemia antes de 2023.



Finlandia entró en la crisis de la COVID-19 sin que se detectaran desequilibrios macroeconómicos, aunque con vulnerabilidades relacionadas con la deuda del sector privado. Con la crisis de la COVID-19, la ratio de deuda privada ha aumentado, 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.

4.27. SUECIA

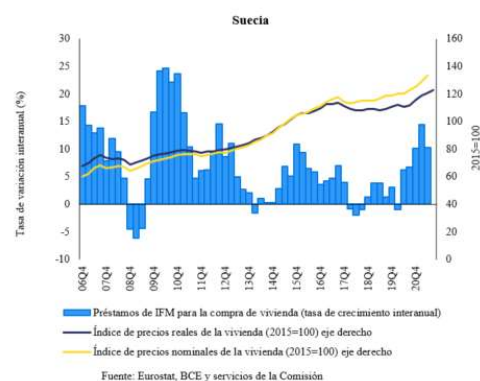
En junio de 2021, la Comisión llegó a la conclusión de que Suecia estaba experimentando desequilibrios macroeconómicos, relacionados con riesgos relativos a la sobrevaloración de los precios de la vivienda junto con una deuda de los hogares elevada y creciente. En el cuadro de indicadores actualizado, que incluye cifras hasta 2020, dos indicadores rebasan sus umbrales indicativos, a saber, la deuda privada y el desempleo juvenil.

Tras una disminución del 2,8 % en 2020, se prevé que el PIB real aumente un 3,9 % en 2021 y un 3,5 % en 2022. Se prevé que el nivel del PIB nominal en 2022 se sitúe un 9,9 % por encima del nivel de 2019.

Una serie de fenómenos relevantes puede resumirse como sigue:

- El **superávit por cuenta corriente** aumentó hasta el 5,7 % del PIB en 2020, mientras que la PIIN disminuyó ligeramente, cerca del 16 % del PIB. En 2021 y 2022, se espera que el superávit por cuenta corriente se mantenga en torno al 5 % del PIB. Las cuotas de mercado de las exportaciones siguieron aumentando en 2020. El tipo de cambio efectivo real aumentó un 3 % en 2020, tras tres años de depreciación.
- La **deuda del sector privado** alcanzó un nuevo máximo en 2020, en torno al 216 % del PIB, continuando su tendencia al alza. Tanto la deuda de los hogares como la de las empresas están por encima de los niveles de referencia prudenciales y basados en las variables económicas fundamentales. Para 2021, se espera una estabilización de la deuda privada en niveles elevados, mientras que los activos financieros netos pasarán a ser más negativos. La **deuda de los hogares** creció hasta aproximadamente el 95 % del PIB en 2020. Los préstamos hipotecarios a los hogares siguieron creciendo en el primer semestre de 2021. Los **precios de la vivienda** se aceleraron en 2020 y especialmente en el segundo trimestre de 2021. Los precios de la vivienda siguen siendo en general muy elevados, apreciándose indicios de una posible sobrevaloración.
- El nivel de **deuda pública** sigue siendo bajo pese a las importantes medidas de apoyo adoptadas durante la pandemia. En 2020, la deuda pública aumentó hasta el 39,7 % del PIB. En 2021, se espera que empiece a disminuir.
- El **sector bancario** sigue estando saneado. Durante la pandemia, la ratio de capital de nivel 1 y la incidencia de préstamos dudosos mejoraron a partir de unas puntuaciones de por sí sólidas. La FSA revirtió parcialmente la relajación de las medidas macroprudenciales durante 2021 y restableció el requisito de amortización a partir del 1 de septiembre de 2021. Independientemente de la buena situación financiera general, la ratio de apalancamiento de los bancos suecos es uno de los más elevados de la UE.
- A pesar de las medidas políticas de apoyo, el **desempleo** aumentó hasta el 8,3 % en 2020. El desempleo juvenil aumentó hasta aproximadamente el 24 % en 2020. Se prevé que la tasa de desempleo juvenil empiece a disminuir a partir de 2021.

Gráfico A27: Aumento del precio de la vivienda y de las hipotecas



Suecia entró en la crisis de la COVID-19 con vulnerabilidades relacionadas con los riesgos relativos a la sobrevaloración de los precios de la vivienda junto con una deuda de los hogares elevada y continuamente creciente. Con la crisis de la COVID-19, la ratio de deuda privada, los precios de la vivienda y la tasa de desempleo han aumentado. En conclusión, la Comisión, teniendo en cuenta particularmente los desequilibrios detectados en junio, considera oportuno examinar más a fondo la persistencia de los desequilibrios o su corrección.

ANEXO 1: PREVISIONES Y 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 2021 y los años siguientes, así como en los *nowcasts* correspondientes al ejercicio en curso. Estas cifras se basan en las previsiones del otoño de 2021 de la Comisión, siempre y cuando estas estén disponibles. En caso contrario, las cifras proceden principalmente de los *nowcasts* basados en indicadores sustitutivos, elaborados por los servicios de la Comisión para el presente IMA.

El cuadro que figura a continuación resume las hipótesis utilizadas para las cifras de las previsiones y los *nowcasts* de los indicadores principales. Las cifras del PIB usadas como denominador en algunas ratios proceden de las previsiones del otoño de 2021 de la Comisión.

En el caso de los porcentajes de variación plurianuales (como la variación en cinco años de las cuotas de mercado de las exportaciones), solo los componentes de 2021 y 2022 están basados en previsiones, mientras que los componentes relativos a 2020 o años anteriores emplean los datos de Eurostat en que se basa el cuadro de indicadores del PDM.

Cuadro 1: Planteamientos aplicados a las previsiones y los nowcasts de los indicadores principales del PDM		
Indicador	Planteamiento	Fuentes de datos
Balanza de pagos por cuenta corriente, % del PIB (media tres años)	Valores de las previsiones del otoño de 2021 de la Comisión sobre la balanza de pagos por cuenta corriente (concepto de la balanza de pagos)	AMECO
Posición de inversión internacional neta (en % del PIB)	Las previsiones del otoño de 2021 de la Comisión relativas a la capacidad/necesidad de financiación de la economía en su conjunto proporcionan la variación de la PIIN que refleja las operaciones para 2021-2023, para 2024 y 2025, las previsiones de la balanza por cuenta corriente de las Perspectivas de la economía mundial del FMI se utilizan suponiendo que la cuenta de capital permanezca constante. Otros efectos (por ejemplo, los cambios de valoración) se tienen en cuenta hasta el segundo trimestre de 2021, y se supone que, a partir de entonces, son nulos.	AMECO y Eurostat
Tipo de cambio efectivo real – 42 socios comerciales, deflactor del IPCA (variación % tres años)	Valores de las previsiones del otoño de 2021 de la Comisión	AMECO
Cuota de mercado de las exportaciones – % de exportaciones mundiales (variación % cinco años)	Las cifras se basan en las previsiones del otoño de 2021 de la Comisión sobre i) exportaciones nominales de bienes y servicios para Estados miembros de la UE (concepto de las cuentas nacionales), y ii) exportaciones de bienes y servicios en volúmenes para el resto del mundo, que se convierten en valores nominales con el deflactor de las importaciones de los EE. UU. y las previsiones de los tipos de cambio EUR/USD.	AMECO

Índice de costes laborales unitarios nominales, 2010=100 (variación % tres años)	Valores de las previsiones del otoño de 2021 de la Comisión	AMECO
Índice de precios de la vivienda (2015 = 100), deflactado (variación % un año)	Las previsiones para 2021 incluyen datos del primer y segundo trimestre de 2021, en su caso. Se parte de la base de que el crecimiento de los precios de la vivienda en el tercer y cuarto trimestre de 2021 sigue la tasa de crecimiento prevista a partir de la relación a corto plazo dada por un modelo de valoración de la vivienda compartido con los Estados miembros en el contexto del grupo de trabajo LIME del CPE.	Eurostat y servicios de la Comisión
Flujo de crédito al sector privado, consolidado (% del PIB)	La cifra de 2021 representa un valor sustitutivo de los flujos de crédito entre el cuarto trimestre de 2020 y el tercer trimestre de 2021, utilizando datos consolidados de las cuentas sectoriales trimestrales del BCE para los trimestres segundo a cuarto de 2020 y valores sustitutivos para algunos componentes de los flujos de crédito del tercer trimestre de 2021. 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 2021, 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 2021.	BCE (cuentas sectoriales trimestrales, partidas de balance, estadísticas de emisiones de valores)
Deuda del sector privado, consolidado (% del PIB)	La cifra de 2021 utiliza como valor sustitutivo la deuda del sector privado a finales del cuarto trimestre de 2021. Usa datos consolidados de las cuentas sectoriales trimestrales del BCE para el segundo trimestre de 2021. La cifra se proyecta al tercer trimestre de 2021 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), y supone que el crédito del cuarto trimestre de 2021 es el mismo que en el cuarto trimestre de 2020 (véase más arriba).	BCE (cuentas sectoriales trimestrales, partidas de balance, estadísticas de emisiones de valores)
Deuda bruta de las administraciones públicas (% del PIB)	Valores de las previsiones del otoño de 2021 de la Comisión	AMECO
Tasa de desempleo (media tres años)	Valores de las previsiones del otoño de 2021 de la Comisión	AMECO
Total de los pasivos del sector financiero, no consolidado (variación % un año)	La cifra de 2021 representa el crecimiento de los pasivos de instituciones financieras monetarias del BCE de doce meses hasta septiembre de 2021.	BCE (partidas de balance)
Tasa de actividad – % del total de la población de 15-64 años (variación % tres años)	Los porcentajes de variación en 2021 y 2022 se basan en las previsiones del otoño de 2021 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 % tres años)	El <i>nowcast</i> para 2021 se basa en los datos más recientes (primer y segundo trimestres de 2021, suponiendo una tasa constante el resto del año)	Eurostat (EPA)

Tasa de desempleo juvenil – % de la población activa de 15-24 años (variación % tres años)	El nowcast para 2021 se basa en los datos más recientes (enero a septiembre de 2021, suponiendo una tasa constante el resto del año)	Eurostat (EPA)
---	---	----------------

ANEXO 2: CUADRO DE INDICADORES DEL PDM

Cuadro 1. Cuadro de indicadores del PDM 2020

Año 2020	Desequilibrios externos y competitividad					Desequilibrios internos					Indicadores de empleo ¹			
	Tasa de la cuenta corriente (% del PIB) (media de 3 años) (media de 3 años)	Posición de inversión internacional neta (% del PIB)	Tipo de cambio efectivo real - 47 países comerciales, deflactor del PCA (variación % 3 años)	Cuota del comercio de exportación - % de exportaciones mundiales (variación % 3 años)	Índice CCI nominal (2014=100) (variación % 3 años)	Índice de precios de la vivienda (2014=100, deflactor (variación % 3 años)	Flujo de crédito al sector privado, datos consolidados (% del PIB)	Deuda del sector privado, datos consolidados (% del PIB)	Deuda bruta gubernativa netas públicas (% del PIB)	Tasa de desempleo (media 3 años)	Plusvalías totales del sector financiero, datos no monetizados (variación % 3 años)	Tasa de actividad en % del total de la población de 15-64 años (variación 3 años en p. 1)	Tasa de desempleo de larga duración en % de la población activa de 15-64 años (variación 3 años en p. 1)	Tasa de desempleo juvenil en % de la población activa de 15-24 años (variación 3 años en p. 1)
Unidades	%-4 %	40 %	alta (b) en p. (a) (b)	4 %	en (a) en p. (a) (b)	4 %	14 %	121 %	80 %	40 %	16.3 %	0.7 (p)	0.7 (p)	2 (p)
BE	0.1	44.4	2.5	10.9	7.5a	3.6	1.1p	152.0p	112.8	5.7	8.8	0.6b	-1.1	-4.6
BO	0.0	-34.1	7.1	16.8	20.4	8.3p	4.2	94.1	34.7	4.8	11.1	0.9	-1.1	1.3
CE	1.5	-12.3	8.8	10.1	15.2	5.5	2.4	81.9	37.7	2.3	3.4	0.5	-0.4	0.1
DE	-4.1	68.8	0.9	11.1	6.2	4.6	4.8	120.9	42.1	5.2	5.7	1.1b	-0.3	-0.8
DK	7.4	61.7	2.4	1.3	11.1a	7.1	6.8p	120.1p	68.7	3.4pp	11.3	1.1pp	-6.9pp	0.6pp
EE	1.0	-11.3	0.3	17.4	17.1	6.9	3.0	104.4	19.0	5.3	17.5	0.5	-0.7	5.8
IE	-5.9	-174.8	-1.3	50.0	-6.3	-0.3	-1.8	188.1	58.4	5.5	7.3	-0.8	1.7	0.9
IL	-3.7	-175.8	0.4	-10.1	6.4p	0.6a	0.4p	101.3p	206.3	17.6	27.4	-0.9	-4.7	-4.6
IS	3.8	-85.9	1.1	-6.8	11.8p	1.2	-4.4p	146.4p	129.0	15.0	9.3	-1.7	-1.7	-6.3
FR	-1.0	-30.2	2.7	4.9	4.8a	4.4	12.0p	171.7p	115.0	8.5	11.0p	-0.5	-1.3	-1.9
HR	1.4	-47.8	0.1	6.1	11.7p	7.3	1.3p	98.0p	87.3	7.6	7.8	0.7	-3.5	-4.3
IT	1.2	1.4	0.4	-1.8	5.5	1.2	4.1	118.3	155.6	9.9	6.8	-1.3	1.8	-5.3
GR	-6.6	-106.7	0.1	18.1	1.8a	0.7p	-2.8p	160.3p	113.3	7.7	-2.5	1.9	-3.4	-6.5
LV	0.7	-34.7	6.9	10.3	18.4	1.7	-1.8	66.3	43.3	7.3	10.8	1.3	1.1	-2.1
LT	3.7	-15.8	6.9	29.1	18.1	6.4	0.2	34.7	86.6	7.0	28.5	2.6	-0.1	6.2
LU	4.3	59.9	1.5	20.6	11.1	13.8	44.5	316.8	34.8	6.0	-3.8	3.0	-0.4	7.8
HU	-8.7	-48.1	-4.9	8.3	11.3p	1.4p	7.7p	76.4p	80.1	3.8	28.1	1.8	-0.6	2.1
MT	3.0	60.3	1.1	15.2	19.7	3.3p	9.0	129.1	93.4	3.9	1.9	4.9	-0.9	0.3
NL	0.1	113.9	3.8	7.4	14.0p	6.8p	-1.3p	131.7p	34.3	3.7	3.3p	1.1	-1.8	0.1
AT	1.6	9.3	3.2	6.2	12.2	6.2	4.7	131.1	83.2	4.9	10.6	0.2	-0.6	0.7
PL	0.7	-44.5	1.1	36.9	11.3p	7.1p	1.5	75.9	57.4	3.5	11.7	1.4	-0.9	-4.0
PT	0.0	-100.4	0.0	-0.9	16.2p	7.7	-4.4p	163.7p	125.2	6.8	7.1	-0.4	-3.3	-1.3
RO	-1.9	-48.1	2.4	20.6	26.1p	2.3	1.3p	48.3p	47.4	4.4	13.4	1.9	-0.5	-1.0
SI	6.4	-15.2	1.9	10.2	14.9	5.2	-0.9	69.7	79.8	4.9	14.0	0.4	-1.2	1.0
SK	-1.8	-85.7	0.3	8.1	16.4	7.2	3.7	96.1	95.7	6.3	5.8	0.3	-1.9	0.4
FI	-0.4	-5.1	2.3	12.3	6.1	1.3	6.3	135.2	89.5	7.3	7.7	1.6	0.8	1.3
SE	-4.6	16.4	-4.8	4.6	9.4	3.6	11.6	215.7	39.7	7.2b	11.2	0.0	-0.1	6.0

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

1) Para los indicadores de empleo, véase la página 2 del IMA 2016. 2) Índice de precios de la vivienda, e = estimación por BCN para EL. 3) Indicadores de la encuesta de población activa, b = debido a problemas técnicos con la introducción del nuevo sistema alemán de encuestas integradas sobre los hogares, incluida la EPA, las cifras de Alemania en 2020 no son estimaciones directas de los microdatos de la EPA, sino que se basan en una muestra más amplia que incluye datos adicionales procedentes de otras encuestas integradas sobre los hogares.

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

Cuadro 2. Indicadores auxiliares, 2020

Año 2020	PBI real (variación % 1 año)	Formación bruta de capital fijo (% del PIB)	Gasto bruto disminuido en I+D (% del PIB)	Salario por cuenta corriente + capacidad de pago (% del PIB)	Posición de inversión internacional neta excluidos los instrumentos sin riesgo (% del PIB)	IED en la economía declarada - flujos (% del PIB)	IED en la economía declarada - stocks (% del PIB)	Saldo neto de la balanza de productos energéticos (% del PIB)	Tipo de cambio real efectivo - países comerciales zona del euro (variación % 3 años)	Comportamiento de las exportaciones respecto de las económicas ajustadas (variación % 3 años)	Relación de intercambio (variación % 3 años)	Cuota en los mercados de exportación en volumen (variación % 1 año)	Productividad laboral (variación % 1 año)	Préstamos dudosos brutos de entidades nacionales y extranjeras (% de préstamos totales)	Comportamiento de los CLU respecto de la ZE (variación % 10 años)	Índice de precios de la vivienda (2015 = 100, cominal) (variación % 3 años)	Construcción residencial (% del PIB)	Deuda de los hogares, datos consolidados (M€ BCE, % del PIB)	Apalancamiento bancario, entidades nacionales y extranjeras, datos consolidados (base ajustada ratio)
BE	-5,7p	23,9p	nd	0,8	37,8	-3,8	174,8	-1,7p	0,4	11,4	0,8p	2,4p	-5,6p	2,1p	0,5	11,5	0,2p	69,4	14,2p
BG	-4,4	19,2	8,9p	1,3	47,1	2,9	84,8	-2,1	3,8	16,6	12,7	-4,2	-2,1	5,9p	39,2	18,2p	2,9	24,7	7,9p
CZ	-5,8	26,2	2,0p	4,8	36,9	2,3	81,3	-1,5	1,7	10,6	2,3	1,0	-4,2	1,9p	10,9	28,6	4,8	34,9	12,1p
DK	-2,1	22,4	2,0p	8,1	20,0	0,4	59,4	-0,4	-2,0	12,0	1,2	0,9	1,4	1,9p	-6,1	12,3	3,5	111,7	17,4p
DE	-4,6p	21,9p	3,1p	8,8	53,2	2,9	49,8	-1,3p	0,1	1,8	2,9p	-1,4p	-3,8p	1,2p	11,2	21,6	7,0p	57,7	14,4p
EE	-3,0	10,7	1,8p	1,8	42,1	11,4	113,5	0,5	1,3	18,1	1,4	2,9	-0,3	1,6p	21,4	20,2	5,5	41,8	8,8p
ES	5,9	39,7	1,2p	-6,8	-292,0	8,2	428,5	-0,7	-2,3	50,7	-3,0	17,4	7,5	3,4p	-35,4	13,2	2,1	35,9	8,4p
EL	-9,0p	11,7p	1,5p	-5,0	-155,2	1,8	23,4	-1,8p	-3,2	-9,7	-3,1p	-13,6p	-7,9p	26,4p	-13,7	14,0p	1,1p	59,5	13,8p
EN	-10,8p	29,2p	1,4p	1,2	-32,8	2,8	70,9	-1,3p	-1,2	-0,4	0,0p	-12,2p	-7,0p	2,8p	-11,2	14,8	0,0p	62,5	15,8p
FR	-7,9p	21,0p	2,4p	-1,8	-41,9	0,4	50,3	-1,1p	0,6	-6,4	0,0p	-7,9p	-7,0p	2,2p	-3,6	11,9	6,1p	68,7p	16,2p
HR	-8,1p	22,3p	1,7p	2,1	-0,3	2,1	65,3	-2,0p	-2,0	0,6	1,5p	-14,8p	-7,0p	5,3p	-11,9	24,5	nd	38,3	7,6p
IT	-8,9	17,8	1,3p	2,7	1,4	-1,1	30,8	-1,1	-1,9	-2,4	5,9	-6,1	-7,0	4,3p	-7,5	1,2	4,1	43,1	13,9p
CY	-5,2p	29,0p	nd	-10,0	-170,4	-0,8	1886,4	-3,3p	-3,0	29,3	-0,0p	2,8p	-4,7p	11,0p	-15,8	5,3p	7,6p	91,0	13,6p
LV	-3,6	24,5	8,7p	4,7	24,5	2,8	60,0	-1,5	1,5	18,8	9,3	5,7	-1,3	4,6p	27,8	23,5	3,0	30,9	10,0p
LT	-0,1	21,1	1,2p	9,1	15,2	8,0	56,2	-2,4	2,1	39,9	2,8	8,3	1,3	2,2p	26,5	23,0	1,2	24,6	15,4p
LU	-1,8	16,8	nd	6,0	-4095,3	-214,4	6136,3	-2,0	0,0	21,2	-0,5	9,2	-3,6	0,7p	6,6	35,0	3,7	69,2	14,3p
HU	-4,7p	28,8p	1,6	0,5	-2,4	111,5	327,3	-2,2p	-6,5	8,7	1,4p	2,0p	-3,7p	3,6p	14,4	40,4p	4,1p	20,9	10,8p
MT	-8,3	21,7p	0,7	-3,3	270,2	29,4	1602,5	-5,5	0,7	13,7	2,4	1,6	-10,7	3,6p	20,7	16,1p	3,9p	54,6	10,7p
NL	-3,8p	21,3p	nd	6,9	9,2	-16,7	587,0	-0,5p	2,0	7,9	1,8p	3,1p	-3,3p	1,9p	3,0	26,4p	5,3p	103,0p	16,7p
AT	-6,7	25,2	3,2p	1,8	-5,6	-4,1	57,4	-1,4	1,4	5,7	-0,2	-2,9	-5,2	2,0p	5,5	19,3	3,1	53,2	11,9p
PL	-2,5	18,6	1,4p	9,2	-6,2	2,9	48,5	-1,6	-1,0	37,8	3,5	8,8	-2,4p	6,0p	4,9	18,0p	2,0	34,8	18,3p
PT	-8,4p	19,1p	1,0p	0,0	-47,0	2,0	87,2	-1,7p	-1,4	-0,4	2,2p	-10,7p	-6,7p	4,8p	-1,0	31,1	3,4p	69,5	11,4p
RO	-1,9p	24,6p	9,5p	-3,1	-7,2	1,4	46,4	-1,2p	1,0	21,2	5,4p	-1,8p	-2,2p	3,9p	23,5	14,3	2,6p	16,2	9,1p
SE	-4,2	18,9	2,2p	6,9	2,0	0,9	42,9	-2,0	-0,2	20,8	1,4	-0,8	-3,7	3,0p	-0,5	21,4	2,3	27,8	9,2p
SK	-4,4	19,6	0,9	1,3	-14,8	-0,2	70,4	-2,1	3,8	8,6	-2,3	0,6	-2,5	2,5p	10,3	28,4	3,9	47,2	9,7p
FI	-2,9	24,2	2,9	0,9	4,9	-0,8	50,3	-0,9	-1,0	12,8	0,1	1,1	-0,8	1,5p	-5,5	3,9	7,1	69,6	16,9p
EE	-2,8	24,8	3,5p	5,2	-4,5	5,3	92,4	-0,8	-7,4	5,0	-0,8	3,3	-1,5	1,0p	7,4	5,8	5,0	94,7	17,4p

Indicaciones: e: estimación, p: provisional.

1) El plazo oficial de transmisión de los datos de 2020 sobre los gastos internos brutos en I & D es el 31 de octubre de 2021, mientras que los datos se extrajeron el 22 de octubre de 2021. 2) Índice de precios de la vivienda, e = estimación por BCN para EL.

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

Cuadro 2 (continuación): Indicadores auxiliares, 2020

Año 2020	Empleo (variación % 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 no 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 0-64 años)	
					%	Variación en p. p. (3 años)	%	Variación en p. p. (3 años)	%	Variación en p. p. (3 años)	%	Variación en p. p. (3 años)	%	Variación en p. p. (3 años)
BE	0,0p	68,6	2,3	15,3	9,2	-0,1b	18,9b	-1,7b	14,1b	-1,8b	3,9b	-1,3b	11,9b	-2,0b
BG	-3,3	72,3	3,3	14,3	14,4	-0,9	32,1	-6,8	23,8	-0,4	19,4	-10,6	8,5	-3,6
CZ	-1,7	76,4	0,6	8,0	6,6	0,3	11,0	-0,3	9,5	-0,4	2,4	-1,3	4,4	-1,1
DK	-0,7	79,0	0,9	11,6	7,4	-0,2b	15,9b	-1,3b	12,1b	-0,3b	2,4	-0,7	9,1	-0,9
DE	-0,8p	75,3bp	1,1bp	7,4bp	7,3bp	1,0bp	24,0b	5,0b	18,5b	2,4b	6,6ba	1,2ba	9,3b	0,8b
EE	-2,7	79,3	1,2	17,9	8,9	-0,5	23,3	-0,3	20,7	-0,3	2,8	-1,3	4,7	-1,1
IE	-1,5	71,9	1,3	15,3	12,9	1,1b	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd
EL	-1,3p	67,4	10,9	35,0	12,3	-3,1	28,0	-5,9	17,7	-2,5	18,5	-4,6	13,8	-2,8
ES	-4,1p	72,2	5,0	38,3	13,9	0,6	26,4	-0,2	21,0	-0,6	7,0	1,9	9,9	-3,9
FR	-0,9p	71,0	2,9	20,3	11,4	-0,0	18,3p	1,2p	13,8p	0,6p	4,8p	0,7p	8,8p	0,7p
HR	-1,3p	67,1	3,1	21,1	12,3	-3,2	23,2	-3,2	18,3	-1,7	6,9	-3,4	8,6	-3,8
IT	-2,3	64,1	4,7	29,4	19,0	-1,1	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd
CY	-0,8p	75,8	2,1	18,2	14,4	-1,7	21,3	-3,9	14,3	-1,4	8,3	-3,2	5,6	-3,8
LV	-3,3	70,2	2,3	14,0	7,1	-3,2	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd
LT	-1,6	70,5	2,5	19,6	10,8	1,7	24,8	-4,8	20,9	-2,0	7,7	-4,7	7,3	-2,4
LU	1,9	72,2	1,7	23,2	6,6	0,7	20,9b	1,5b	17,4b	1,0b	1,7b	0,5b	7,9b	1,0b
HU	-1,0	72,8	1,1	12,8	11,7	0,7	17,8	-7,8	12,3	-1,1	8,0	-6,5	5,0	-1,8
MT	2,7	77,1	1,1	10,8	9,3	0,7b	19,0	-0,3	16,9	-0,2	3,3	0,0	5,4	-1,7
NL	-0,5p	80,9	0,9	9,1	4,5	0,5	16,3p	-0,7p	13,6p	0,4p	2,1p	-0,5p	8,9p	-0,6p
AT	-1,8	76,8	1,3	10,5	8,0	1,5	17,5	-0,8	13,9	-0,5	2,7	-1,0	7,1	-1,2
PL	-0,1p	71,0	0,6	10,8	8,6	-0,9	17,3p	-2,2p	14,8p	-0,2p	2,6p	-3,3p	4,3p	-1,4p
PT	-1,9p	74,3	2,3	22,8	9,1	-0,2	19,8	-3,5	16,2	-1,1	4,8	-2,3	5,1	-2,9
RO	-1,8p	69,2	1,5	17,3	14,8	-0,4	30,4	-3,3	23,4	-0,2	13,3	-4,5	8,3	-0,6
SI	-0,6	74,6	1,9	14,2	7,7	1,2	15,0	-2,3	12,4	-0,9	1,9	-1,0	4,8	-1,4
SK	-1,9	72,4	3,2	18,3	10,7	-1,4	14,8p	-1,5p	11,4p	-1,0p	5,9p	-1,1p	4,3p	-1,1p
FI	-2,3	70,3	1,2	21,4	9,3	-0,1	18,0	0,3	12,2	-0,7	2,6	0,5	9,9	-0,8
SE	-1,3	82,5	1,1	23,9	6,3	0,3	17,9	0,2	16,1	0,3	1,8b	0,7b	8,5	-0,3

Indicaciones: b: interrupción en la serie. p: provisional. u: baja fiabilidad.

1) Indicadores de la encuesta de población activa. b = debido a problemas técnicos con la introducción del nuevo sistema alemán de encuestas integradas sobre los hogares, incluida la EPA, las cifras de Alemania en 2020 no son estimaciones directas de los microdatos de la EPA, sino que se basan en una muestra más amplia que incluye datos adicionales procedentes de otras encuestas integradas sobre los hogares. 2) El plazo oficial de transmisión de los datos de 2020 para los indicadores de la renta y las condiciones de vida (EU-SILC) es el 30 de noviembre de 2021, mientras que los datos se extrajeron el 22 de octubre de 2021; b = cambios sustanciales y metodológicos importantes para DE.