COMISIÓN
EUROPEA

Bruselas, 22.11.2017
COM(2017) 771 final

INFORME DE LA COMISIÓN

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

Informe sobre el Mecanismo de Alerta 2018

[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(2017) 661 final}

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

El IMA utiliza un cuadro de indicadores básicos, además de un conjunto más amplio de indicadores auxiliares e información adicional pertinente, a fin de detectar en los Estados miembros posibles desequilibrios económicos que requieran la aplicación de medidas. El IMA determina los Estados miembros para los que se requiere un examen exhaustivo por parte de la Comisión con el fin de evaluar si sus riesgos macroeconómicos se acumulan o se corrigen y concluir si existen desequilibrios o desequilibrios excesivos. Teniendo en cuenta los debates con el Parlamento Europeo y en el seno del Consejo y del Eurogrupo sobre sobre el IMA, la Comisión elaborará exámenes exhaustivos relativos a los Estados miembros pertinentes. Conforme a la práctica habitual, se realizará en cualquier caso un examen exhaustivo para los Estados miembros en los que se detectaron desequilibrios en la anterior tanda de exámenes exhaustivos. Las conclusiones de los exámenes exhaustivos se incorporarán a las recomendaciones específicas por país en el marco del Semestre Europeo de coordinación de las políticas económicas. La publicación de los exámenes exhaustivos está prevista para febrero de 2018, como parte de los informes por país, con anterioridad a la publicación del conjunto de recomendaciones específicas por país del Semestre Europeo.

1. RESUMEN

El presente Informe inicia el séptimo ciclo anual del procedimiento de desequilibrio macroeconómico (PDM)[1]. Este procedimiento tiene por objeto detectar los desequilibrios que dificultan el correcto funcionamiento de las economías de los Estados miembros y estimular la adopción de las respuestas estratégicas adecuadas. La aplicación del PDM se enmarca en el «Semestre Europeo» de coordinación de las políticas económicas, con el fin de garantizar la coherencia con los análisis realizados y las recomendaciones formuladas en el marco de otros instrumentos de supervisión económica. El Estudio Prospectivo Anual sobre el Crecimiento (EPAC), que se adopta al mismo tiempo que el presente Informe, hace balance de la situación económica y social de Europa y fija las prioridades políticas generales de la UE en su conjunto para los próximos años.

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

El IMA hace hincapié en los aspectos relacionados con la zona del euro. En línea con las propuestas que figuran en el Informe de 22 de junio de 2015, *«Completar la Unión*

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

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

Económica y Monetaria», de Jean Claude Juncker, Donald Tusk, Jeroen Dijsselbloem, Mario Draghi y Martin Schulz, y la Comunicación de la Comisión de 21 de octubre de 2015, *«Medidas destinadas a realizar la Unión Económica y Monetaria»*, el IMA también incluye un análisis de las implicaciones de los desequilibrios de los países para la zona del euro y examina en qué medida se necesita un enfoque coordinado de las políticas económicas a la luz de las interdependencias existentes dentro de dicha zona. El papel de las interdependencias y las implicaciones sistémicas de los desequilibrios se reconoce en la legislación relativa al PDM, que define un desequilibrio macroeconómico como «cualquier tendencia que da lugar 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»[3].

La evaluación que se presenta en este Informe se ha realizado en el contexto de una recuperación económica que se está ampliando y reforzando. Según las previsiones del otoño de 2017 de los servicios de la Comisión, el crecimiento del PIB real en la UE y en la zona del euro en 2017 será del 2,3 % y el 2,2 %, respectivamente, con un crecimiento positivo en todos los países de la UE, en unas condiciones de reactivación del comercio mundial y reforzamiento de la demanda interna de la zona del euro. Para 2018, la expansión del PIB se mantendría en el 2,1 % tanto en la UE como en la zona del euro, antes de disminuir al 1,9 % en 2019 a medida que avanza el proceso de recuperación. En 2017, la inflación registró un repunte respecto de niveles históricamente bajos, pero, con una previsión del 1,6 % de aquí a 2019, se mantendría por debajo del objetivo del BCE durante el periodo de previsión; la inflación básica se mantuvo continuamente más moderada, habiendo sido inferior al 1 % en los tres últimos años. El mercado de trabajo sigue mejorando, con una disminución de las tasas de desempleo y un aumento de las tasas de empleo; con todo, las subidas salariales se mantienen moderadas incluso en los países con rígidos mercados laborales, lo cual hace perdurar la coyuntura de baja inflación, y se observan amplias diferencias en la situación del mercado laboral entre los Estados miembros y dentro de ellos. La expansión del crédito se ha reanudado, habiéndose reducido los márgenes de la deuda soberana y de la deuda empresarial.

Aunque la recuperación está favoreciendo la corrección de los desequilibrios macroeconómicos, una serie de factores adversos podrían ensombrecer las perspectivas de mejora de las condiciones económicas. Persisten incertidumbres en cuanto a las perspectivas económicas y de las políticas económicas, relacionadas principalmente con las perspectivas de la política fiscal y monetaria de los Estados Unidos, el reajuste de la economía china y de las economías emergentes con un elevado nivel de deuda empresarial, las tensiones geopolíticas y el reforzamiento de las tendencias proteccionistas. Aunque se está ampliando y consolidando, la recuperación aún está caracterizada por un incremento de la productividad global de los factores que se mantiene por debajo de los niveles anteriores a la crisis. La actividad reformista ha disminuido recientemente en comparación con los años de la crisis y los inmediatamente posteriores. En caso de que no se mantenga el ritmo de los esfuerzos de reforma, podrían verse minadas las condiciones para un repunte duradero del crecimiento potencial, así como para la ampliación del margen de maniobra que permita corregir los desequilibrios de forma sostenible. A medida que la inflación se aproxime gradualmente al

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

objetivo del BCE, el proceso de desapalancamiento se verá favorecido por el mayor crecimiento nominal. Al mismo tiempo, la superación del bajo nivel de inflación justificaría la normalización de la política monetaria.

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

- **Debe proseguir el reequilibrio.** Aunque en la mayoría de los Estados miembros se corrigieron antes de 2016 unos déficits de la balanza por cuenta corriente amplios e insostenibles, en los países deudores netos deben mantenerse unos saldos exteriores prudentes a fin de reducir las elevadas posiciones de inversión internacional neta (PIIN). Al mismo tiempo, en algunos países de la zona del euro acreedores netos persisten amplios superávits de la balanza por cuenta corriente, previéndose una limitada corrección de los mismos a la baja.

- **Las posiciones de inversión internacional neta se mantienen muy negativas en algunos casos, en un contexto de evolución de la competitividad que resulta menos favorable al reequilibrio.** En los países que registraron unos déficit por cuenta corriente amplios y persistentes en el período anterior a la crisis se observan PIIN muy negativas. La mejora del saldo de su balanza por cuenta corriente ha creado, en muchos casos, las condiciones para una reducción gradual del volumen de pasivos exteriores en estos, pero la balanza por cuenta corriente ha de mantenerse en equilibrio o con superávit con el fin de continuar la reducción de las obligaciones a un ritmo satisfactorio hacia niveles prudentes. Los incrementos de competitividad contribuyeron a este objetivo en los últimos años, pero la evolución de la relación entre los costes laborales unitarios de los países deudores netos y los de los países acreedores netos ha empezado recientemente a dejar de favorecer el reequilibrio.

- **Prosigue la reducción del endeudamiento privado pero recientemente se ha ralentizado.** Se está produciendo un repunte de los empréstitos y las reducciones de las ratios deuda/PIB han dependido cada vez más de la reanudación del crecimiento nominal. Al mismo tiempo, el desapalancamiento es desigual, no siendo siempre proporcionado con respecto a las necesidades. El desapalancamiento ha sido más rápido en el sector empresarial que en el sector de los hogares en la mayoría de los Estados miembros, lo que ha subrayado el bajo nivel de inversión de algunos países. La deuda pública solo ha iniciado recientemente una senda decreciente en la mayoría de los países altamente endeudados.

- **La rentabilidad del sector bancario está mejorando, al igual que las valoraciones bursátiles**. Con todo, en algunos países siguen planteando problemas los reducidos márgenes de tipos de interés, los anticuados modelos empresariales y el gran volumen de préstamos no productivos.

- **Los precios de la vivienda se están acelerando en la mayoría de los Estados miembros.** Aunque generalmente las tasaciones todavía se mantienen por debajo de los niveles máximos alcanzados tras el ajuste a la baja posterior a la crisis, en algunos casos los indicadores disponibles apuntan a un exceso de valoración. Existen bolsas de posible recalentamiento y los precios se están acelerando en un creciente número de países. La aceleración del crédito a la vivienda también se está ampliando.

- **Los mercados laborales están mejorando y endureciéndose, en términos generales, en la mayoría de los países, mientras que las subidas salariales se mantienen moderadas.** La reducción del desempleo ha coincidido con una reducción de la

dispersión de las tasas de desempleo en la UE, aunque el paro es aún elevado en algunos países. Las tasas de actividad han aumentado por lo general en el pasado decenio, pero en algunos países, y para algunos grupos de trabajadores, la participación en el mercado de trabajo sigue siendo baja. El desamparo social está disminuyendo, pero se mantiene elevado en algunos países como consecuencia de un desempleo prolongado y unos salarios limitados para los grupos vulnerables en un contexto de subidas salariales moderadas. Aunque la renta disponible de los hogares ha aumentado, todavía no ha alcanzado sus niveles de 2008 en términos reales en algunos Estados miembros. En unos cuantos países, la rigidez del mercado laboral viene acompañada de una aceleración de los costes laborales unitarios.

El restablecimiento del equilibrio de la zona del euro sigue requiriendo especial atención. El superávit de la balanza por cuenta corriente de la zona del euro ha dejado de aumentar: alcanzó un máximo en 2016 (3,3 % del PIB) y se prevé que disminuya hasta el 3 % este año y se mantenga en torno a este nivel de aquí a 2019[4]. Sin embargo, el superávit de la zona del euro sigue siendo el mayor a nivel mundial y se sitúa por encima de unos niveles compatibles con los indicadores económicos fundamentales. La reducción de los persistentemente amplios niveles de pasivos exteriores netos requiere mantener unos saldos exteriores prudentes en los países deudores netos. Al mismo tiempo, los avances en el ajuste de los amplios superávits de los países acreedores netos contribuirían a que el desapalancamiento a nivel de la zona del euro sea compatible con una recuperación sostenida.

Globalmente, aunque han empezado a disminuir, los riesgos persisten, procediendo principalmente de las principales factores determinados en el IMA de 2017. Los avances en términos de reequilibrio externo son limitados, persistiendo los amplios superávits y disminuyendo el apoyo de la evolución de la competitividad al reequilibrio. Prosigue la reducción de la deuda privada y pública, cada vez más como consecuencia de la reanudación del crecimiento nominal, pero sigue siendo desigual. El desapalancamiento de las empresas viene a menudo asociado a una inversión moderada, y de cara al futuro persiste la incertidumbre acerca de la medida en que el desapalancamiento podrá basarse en unas perspectivas de mayor crecimiento potencial. La situación del sector bancario ha mejorado en varios aspectos, pero sigue afrontando retos. Se están haciendo más patentes indicios de recalentamiento de los costes laborales y los precios de vivienda en un número creciente de países.

En los exámenes exhaustivos se efectuarán análisis más pormenorizados y amplios de los Estados miembros señalados en los IMA. Al igual que en los recientes ciclos anuales, estos exámenes se incluirán en los informes por país, que ofrecen los análisis efectuados por los servicios de la Comisión de los retos sociales y económicos en los Estados miembros y en la UE. Estos análisis sirven posteriormente para elaborar las recomendaciones específicas por país (REP) del Semestre Europeo. Al preparar los exámenes, la Comisión basará su análisis en un amplio conjunto de datos e informaciones pertinentes. De conformidad con lo establecido por la legislación, los exámenes exhaustivos serán fundamentales para proporcionar a la Comisión la base que le permita concluir si existen desequilibrios o desequilibrios excesivos y, seguidamente, preparar las recomendaciones adecuadas destinadas a cada Estado miembro[5]. Los países para los que se han detectado desequilibrios o

[4] Cifras basadas en las cuentas nacionales.

[5] Reglamento (UE) n.º 1176/2011 (DO L 306 de 23.11.2011, p. 25).

desequilibrios excesivos están, y seguirán estando, sometidos a un seguimiento específico para garantizar la supervisión continua de las políticas emprendida en el marco del PDM.

Los exámenes exhaustivos están justificados en el caso de los Estados miembros en los que se detectaron desequilibrios o desequilibrios excesivos en el anterior ciclo del PDM. En consonancia con una práctica prudente establecida, es necesario un examen exhaustivo a fin de establecer si los desequilibrios existentes se están corrigiendo, persisten o se están agravando, al mismo tiempo que se presta la debida atención a las políticas aplicadas por los países afectados. Así, el IMA pide la elaboración de exámenes exhaustivos para los 12 Estados miembros en los que los exámenes exhaustivos de 2016 detectaron desequilibrios[6]. Los países en cuestión son **Alemania, Bulgaria, Chipre, Croacia, Eslovenia, España, Francia, Irlanda, Italia, Países Bajos, Portugal** y **Suecia**.

Sobre la base de la lectura económica del cuadro de indicadores, la Comisión no estima necesario elaborar exámenes exhaustivos para los Estados miembros en los que no se han detectado actualmente desequilibrios. La lectura económica del cuadro de indicadores concluye que no existen globalmente riesgos adicionales importantes en comparación con el último año para Finlandia, que salió de la supervisión del PDM en 2017. En el momento actual se llega a una conclusión similar para los países que salieron de la supervisión del PDM en 2016 (Bélgica, Hungría, Rumanía y Reino Unido) y para los países que no han sido objeto recientemente de un examen exhaustivo. No obstante, la reciente dinámica de los precios de la vivienda en una serie de países (Austria, Bélgica, Dinamarca, Finlandia, Hungría, Luxemburgo y Reino Unido) justifica un análisis más a fondo en el informe relativo al país correspondiente, aunque por el momento no se considere necesario un examen exhaustivo al considerarse limitado el alcance de los riesgos afrontados. Lo mismo es válido para la incipiente dinámica de los costes laborales en algunos Estados miembros (Estonia, Hungría, Letonia, Lituania y Rumanía). En el caso de Grecia, la supervisión de los desequilibrios y el seguimiento de las medidas correctoras siguen teniendo lugar en el contexto del programa de ayuda a la estabilidad. Así pues, el Informe sobre el Mecanismo de Alerta pide la elaboración de exámenes exhaustivos para 12 Estados miembros, frente a 13 en el ciclo anterior.

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

El IMA se basa en una lectura económica del cuadro de indicadores del PDM, **que proporciona un filtro para detectar indicios razonables de posibles riesgos y vulnerabilidades que merezcan una mayor investigación en el marco de un examen exhaustivo.** El cuadro incluye una serie de 14 indicadores y umbrales indicativos relativos a ámbitos tales como las posiciones exteriores, la competitividad, la deuda privada, los mercados de la vivienda, el sector bancario y el empleo. Se basa en datos reales de buena calidad estadística para garantizar la estabilidad de los datos y la coherencia entre países. Por ello, el cuadro de indicadores utilizado en el presente Informe se basa en datos hasta 2016. Sin embargo, en la lectura de los indicadores se tienen en cuenta datos más recientes, además de

[6] Véase «Semestre Europeo 2016: evaluación de los progresos realizados en la aplicación de las reformas estructurales, prevención y corrección de los desequilibrios económicos, y resultados de los exámenes exhaustivos en virtud del Reglamento (UE) n.º 1176/2011», COM(2016) 95 final/2 de 7.4.2016.

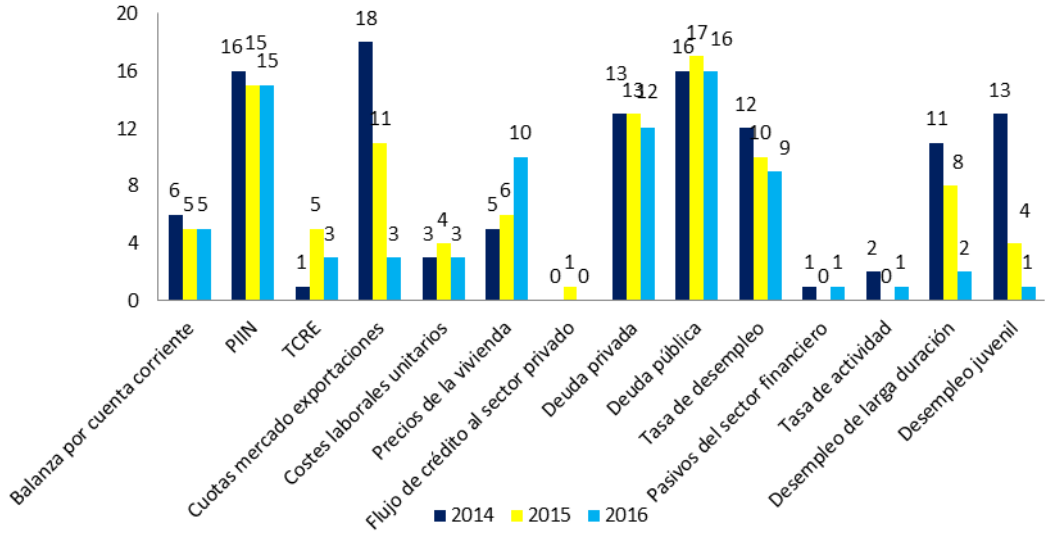
un conjunto de indicadores auxiliares. Los valores del cuadro de indicadores no son de lectura automática, sino que son objeto de una lectura económica que permite tener en cuenta aspectos específicos de cada país y consideraciones contextuales[7].

El cuadro de indicadores pone de relieve la persistencia de desequilibrios y vulnerabilidades relacionados con los altos niveles de deuda. En el cuadro de indicadores del IMA siguen siendo frecuentes valores por encima del umbral en el caso de la deuda pública, las posiciones de inversión internacional neta y la deuda privada (gráfico 1)[8]. El número de Estados miembros cuyos resultados rebasan los umbrales para estos tres indicadores en 2016 fue de 16, 15 y 12, respectivamente. Estas cifras son próximas a los resultados de anteriores rondas anuales, y confirman la naturaleza duradera de estos desequilibrios de variables stock. En consonancia con la actual recuperación, generadora de empleo, ha disminuido de doce a nueve el número de países con tasas de desempleo por encima del umbral entre 2014 y 2016, y esta disminución ha sido aún más general en lo que se refiere a los indicadores de desempleo juvenil y de larga duración debido a su mayor sensibilidad respecto de la situación del mercado laboral. En cambio, los precios de la vivienda se están acelerando y el cuadro de indicadores muestra un creciente número de países que rebasan el umbral (diez, frente a seis en 2015 y cinco en 2014). Según el cuadro de indicadores, actualmente cuatro de los cinco Estados miembros que rebasan los umbrales del indicador de la balanza por cuenta corriente registran superávits. El número de Estados miembros con presiones de los costes laborales unitarios por encima del umbral se ha mantenido hasta la fecha relativamente estable (tres o cuatro en los tres últimos años). Tres Estados miembros rebasan los umbrales correspondientes al tipo de cambio real efectivo: en un caso debido a una pérdida de competitividad, y en dos casos como consecuencia de la disminución del tipo de cambio real por debajo del umbral inferior. El número de Estados miembros con cuotas de mercado de las exportaciones que rebasan el umbral ha disminuido de forma acentuada con la reactivación de la demanda de exportaciones para los países de la UE.

[7] La lectura automática del cuadro de indicadores está excluida por el Reglamento del PDM [Reglamento (UE) n.º 1176/2011]. En cuanto a la justificación de la elaboración del cuadro de indicadores del IMA y su lectura véase: «*The Macroeconomic Imbalance Procedure - Rationale, Process, Application: A Compendium*» (Comisión Europea, 2016).

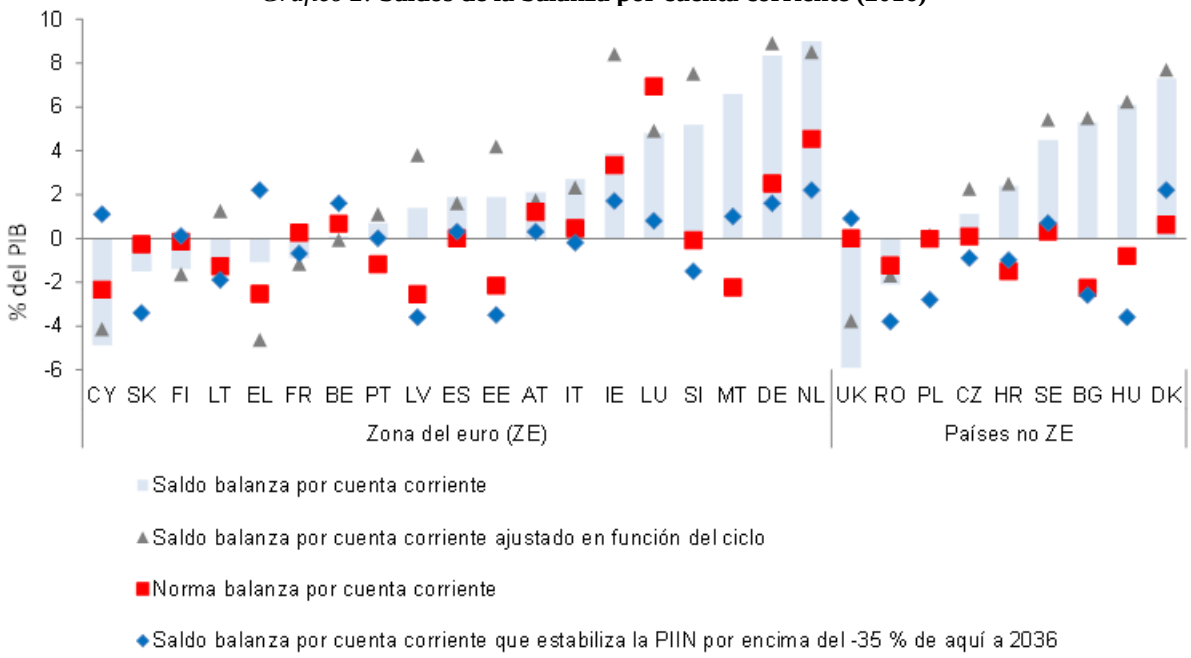
[8] En el cuadro 1.1 del anexo figuran en detalle el cuadro de indicadores, junto con los respectivos umbrales indicativos.

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



Fuente: Eurostat.
Nota: El número de países con valores de los indicadores superiores a los umbrales indicativos se basa en la versión del cuadro de indicadores publicada con el IMA anual respectivo. Posibles revisiones de los datos *a posteriori* pueden implicar una diferencia en el número de países que rebasa el umbral con arreglo a las cifras más recientes disponibles para los indicadores en comparación con las que figuran en el gráfico anterior.

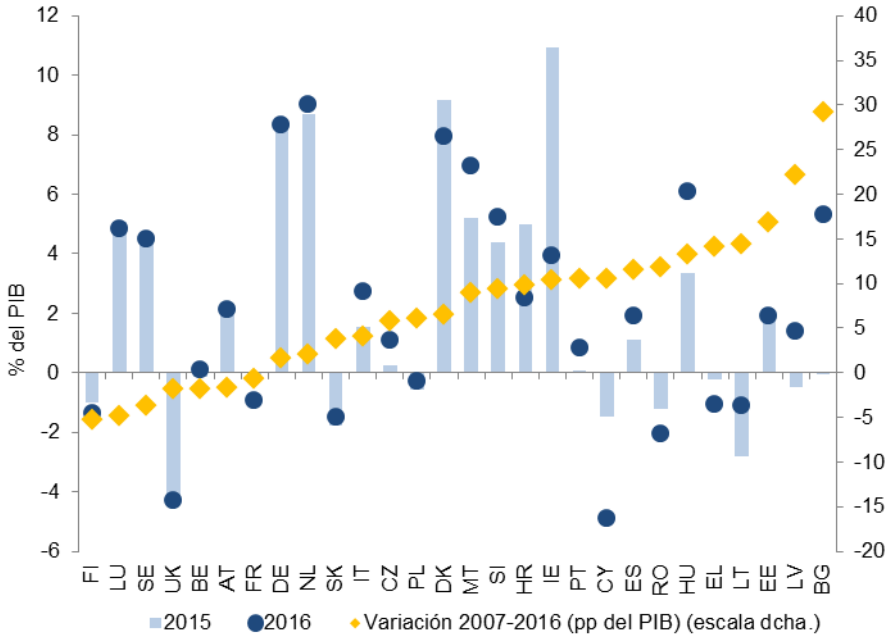
Gráfico 2: **Saldos de la balanza por cuenta corriente (2016)**



Fuente: Cálculos de los servicios de la Comisión.
Nota: Los saldos ajustados en función del ciclo se calculan utilizando las estimaciones de la brecha de producción en que se basan las previsiones del otoño de 2016 de la Comisión Europea. En el gráfico no se puede ver el saldo presupuestario ajustado en función del ciclo para Malta en 2016 (equivale al 13,3 % del PIB). Para el cómputo de las normas sobre la balanza de pagos por cuenta corriente véase la nota a pie de página 9. El saldo de la balanza por cuenta corriente que estabiliza la posición de inversión internacional neta se define como el saldo

por cuenta corriente necesario para situar a la PIIN en el –35 % en 20 años; para los países cuya PIIN en 2016 ya es igual o superior al –35 % del PIB, se trata del saldo necesario para mantener la PIIN al nivel de 2016[9].

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



Fuente: Eurostat.

Los déficits de la balanza por cuenta corriente son muy limitados en número, mientras que persisten amplios superávits. La mayoría de los amplios déficits de la balanza por cuenta corriente ya se habían reducido significativamente antes de 2016, y pasaron a convertirse en superávits o posiciones de equilibrio debido a la recuperación de la competitividad y a una demanda interna moderada (gráficos 2 y 3). La reciente evolución de la balanza comercial se ha visto favorecida por una reducción de los precios de las materias primas, la reactivación del comercio en la UE y la aceleración del comercio mundial desde mediados de 2016, mientras que la balanza de ingresos de los países deudores netos se ha beneficiado de la bajada de los tipos de interés, que ha implicado menores remuneraciones de los pasivos financieros netos.

- Únicamente el Reino Unido presenta actualmente un déficit de la balanza por cuenta corriente superior al umbral del cuadro de indicadores. Los otros Estados miembros con déficits de la balanza por cuenta corriente en 2016 (Bélgica, Grecia, Francia, Chipre, Letonia, Lituania, Polonia, Rumanía, Eslovaquia y Finlandia) presentaban cifras muy inferiores a dicho umbral. Los factores cíclicos han disminuido en importancia para estos resultados, ya que las brechas de producción se están cerrando (gráfico 2). Con todo,

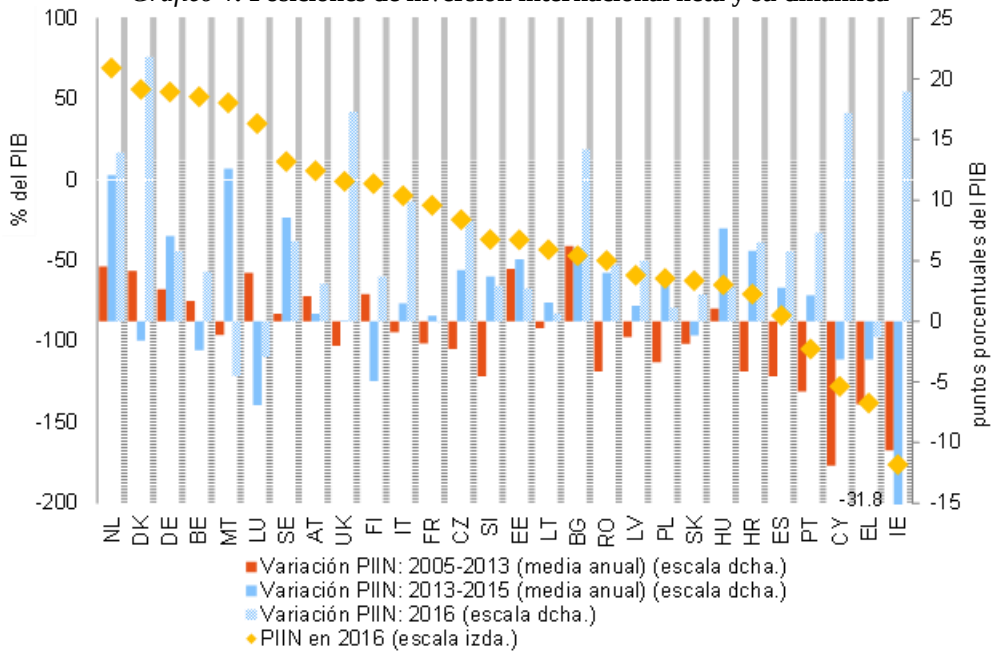
[9] Los cálculos de los saldos de las balanzas por cuenta corriente que estabilizan la PIIN se basan en las siguientes hipótesis: las previsiones del PIB nominal se derivan de las previsiones del otoño de 2017 de la Comisión Europea (hasta 2019) y de la metodología de la Comisión para las previsiones relativas a los 10 años siguientes; se asume que los efectos de valoración son nulos en el período de previsión y que los saldos de las balanzas de capital se mantienen constantes en porcentaje del PIB, a un valor correspondiente a la mediana entre 2016 y las previsiones hasta 2019.

algunas mejoras marginales adicionales se registraron todavía en 2016, mientras que países tales como Croacia e Irlanda registraron disminuciones de sus superávits a partir de los niveles excepcionalmente altos experimentados en 2015 (gráfico 3).

- En Chipre y Grecia, los saldos de la balanza por cuenta corriente en 2016 seguían siendo insuficientes para respaldar una reducción de sus amplias PIIN hacia niveles prudentes a un ritmo satisfactorio. En cambio, Portugal y España presentaban saldos de la balanza por cuenta corriente un tanto por encima del nivel necesario para converger hacia una PIIN del –35 % del PIB en los dos próximas decenios, siendo estos márgenes más amplios en el caso de Croacia e Irlanda.
- Al mismo tiempo, persisten grandes superávits por cuenta corriente. A pesar de reducciones marginales recientes, los superávits de Dinamarca, Alemania y los Países Bajos siguen rebasando el umbral, como lo han venido haciendo durante varios años. Malta rebasó el límite máximo en 2016, lo que refleja también el efecto de centro extraterritorial («offshore»). Sin los efectos cíclicos, el superávit habría sido ligeramente superior en Alemania e inferior en Dinamarca. Alemania, Dinamarca y los Países Bajos registran actualmente superávits muy superiores a los niveles que pueden explicarse con los indicadores económicos fundamentales (tales como, por ejemplo, el envejecimiento de la población y la renta per cápita disponible relativa)[10].
- De forma más general, excepto en el caso de Luxemburgo, todos los superávits recientes de los distintos Estados miembros, tanto pertenecientes como no pertenecientes a la zona del euro, se sitúan por encima de los valores correspondientes a los indicadores económicos fundamentales, a veces por una gran diferencia. Según las previsiones del otoño de 2017 de la Comisión, en el presente año y en el próximo solo se observarán cambios limitados de estas tendencias.

[10] Una evaluación similar se presenta en el informe del FMI «External Sector Report», de 2017. Véase también la nota a pie de página 10.

Gráfico 4: **Posiciones de inversión internacional neta y su dinámica**



Fuente: Eurostat (MBP6 y SEC-10), cálculos de los servicios de la Comisión.
Nota: Para Bulgaria solo se dispone de datos a partir de 2010, y, para Chipre, a partir de 2008.

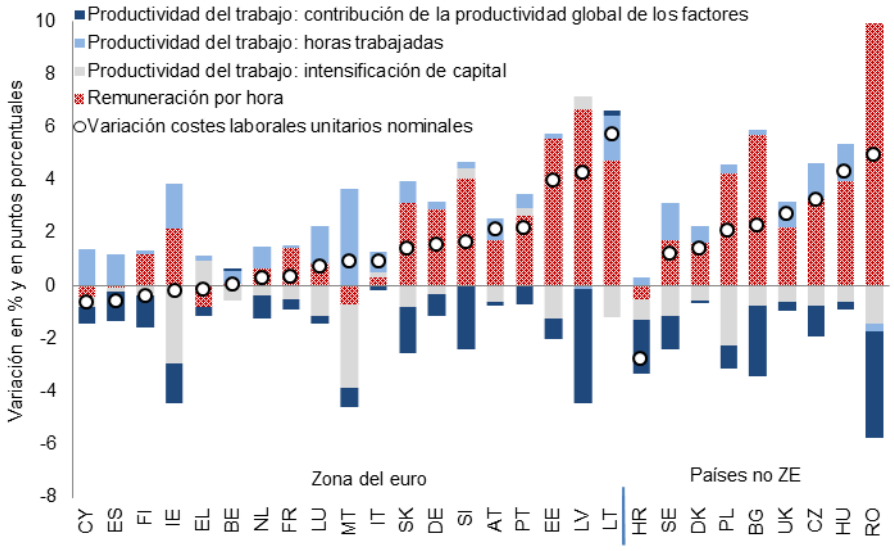
Las posiciones de inversión internacional neta (PIIN) han mejorado en la mayoría de Estados miembros recientemente, pero se mantienen a un nivel muy negativo en algunos de ellos. Las mejoras registradas en 2016 fueron a veces fuertes y se registraron tanto en países deudores netos como en países acreedores netos, aunque de forma algo más acusada en los últimos que en los primeros. Esto reflejaba el aumento de los saldos de la balanza por cuenta corriente y la balanza de capital y un mayor crecimiento del PIB. Los efectos de valoración variaron ampliamente entre países, no existiendo una clara relación con las situaciones de partida de la PIIN, aunque a veces contribuyeron a la reducción de PIIN ampliamente negativas. La evolución en el primer semestre de 2017 no revela una modificación importante de estas tendencias.

- A pesar de las recientes mejoras, en 2016 más de la mitad de los Estados miembros de la UE registraron PIIN superiores al umbral del cuadro de indicadores del PDM. Algunos valores siguen rebasando el –100 % del PIB (Irlanda, Grecia, Chipre y Portugal); en España y Croacia son superiores al –70 % del PIB; mientras que otros nueve países (entre los que cabe destacar Bulgaria, Hungría, Letonia, Polonia, Rumanía y Eslovaquia) todavía deben converger hacia el umbral del –35 % del PIB.
- El año 2016 estuvo caracterizado por claras mejoras de la mayoría de las PIIN negativas, lo que contrasta a menudo con los deterioros de años anteriores. Chipre e Irlanda destacan por las acentuadas mejoras en 2016; también en Portugal y España la tendencia se modificó ostensiblemente ya que las mejoras observadas en 2016 siguieron a años de deterioro más o menos continuo. Grecia sigue siendo una excepción y su posición sigue empeorando, aunque a menor ritmo que anteriormente. Las modificaciones de tendencia fueron más desiguales en países con PIIN menos negativas y, en general, las correcciones fueron más moderadas. Aunque dichas correcciones incluso han perdido ritmo en países tales como Hungría, siempre se han mantenido en la dirección de mejora de las PIIN.
- Los países acreedores netos siguieron aumentando sus PIIN ampliamente positivas en

2016 gracias a sus amplios superávits y a unos efectos de valoración positivos frecuentemente más elevados que antes. En particular, los Países Bajos finalizaron el año 2016 con una PIIN positiva, de cerca del 70 % del PIB, mientras que Dinamarca y Alemania registraron un aumento hasta el 55 % del PIB; en todos estos casos los valores alcanzados fueron los más altos del último decenio. Los saldos de la balanza por cuenta corriente observados recientemente son claramente superiores a los niveles necesarios para mantener las ratios PIIN/PIB en sus niveles de 2016. Malta y Luxemburgo fueron los únicos países acreedores netos cuya PIIN disminuyó en 2016, aunque conservó en cualquier caso valores claramente positivos. Asimismo la mayoría de los países con una PIIN relativamente equilibrada mejoraron su posición en 2016 y, en algunos casos, mucho más que antes. El Reino Unido finalizó el año 2016 con una PIIN equilibrada, gracias principalmente a los efectos de valoración asociados a la depreciación de la libra esterlina tras años de valores negativos.

- Los riesgos y vulnerabilidades asociados a las posiciones netas negativas también pueden depender de sus componentes. A este respecto, los países que frecuentemente son grandes deudores netos, tales como Chipre, Grecia, Portugal y España, presentan niveles de deuda externa neta que representan la mayor parte de sus PIIN, lo que puede hacerlos vulnerables respecto de variaciones de las condiciones financieras, especialmente si son elevadas las necesidades de renovación de la deuda. En cambio, en otros países deudores, las inversiones extranjeras directas, que pueden ser una fuente más estable de financiación, representan una parte importante de la PIIN negativa; es el caso de Estonia, Letonia y Lituania, Bulgaria, Polonia, Rumanía y Eslovaquia.

Gráfico 5: **Variación de los costes laborales unitarios y componentes (2016)**



Fuente: Ameco y Eurostat. Cálculos de los servicios de la Comisión.
Nota: La descomposición se basa en el desglose estándar del crecimiento de los costes laborales unitarios en remuneración real por hora y productividad laboral; esta última se desglosa a su vez en contribución de las horas trabajadas, productividad global de los factores y acumulación de capital, aplicando un marco estándar de contabilización del crecimiento.

La evolución de la competitividad de costes se está haciendo menos favorable al reequilibrio. Las mejoras de la competitividad en los países deudores netos a menudo están moderándose o desapareciendo gradualmente, mientras que los países acreedores netos han registrado pequeñas variaciones de su competitividad. En un contexto de incremento de la productividad del trabajo relativamente limitado y unas subidas salariales moderadas en la mayoría de los países, la evolución de los costes laborales unitarios (CLU) en 2016 parece más disociada de las posiciones exteriores (variables stock o variables flujo) en comparación con años anteriores (gráfico 5). Globalmente, la disminución de la dispersión en la evolución de la competitividad de costes es poco favorable a un reequilibrio más simétrico dentro de la zona del euro (véase el gráfico 6 y el recuadro 2).

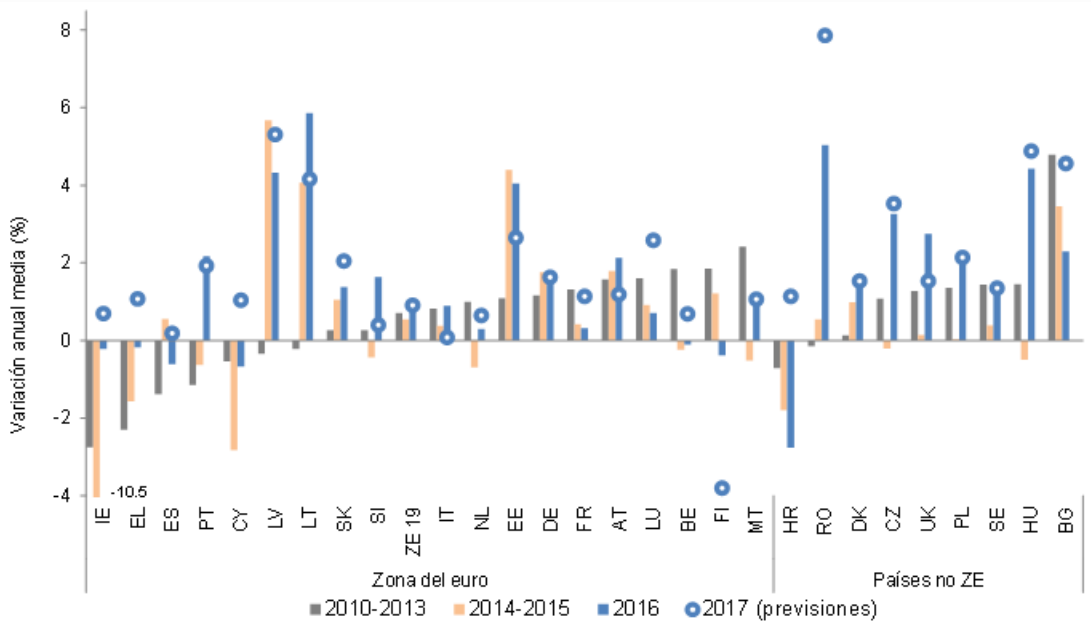
- En 2016, en algunos de los países deudores netos (por ejemplo, Grecia, Irlanda, España, Portugal y Eslovenia), los costes laborales unitarios se estabilizaron o se volvieron positivos, reflejando una desaceleración de la productividad y una evolución salarial menos negativa o incluso positiva. Países como Estonia, Letonia y Lituania siguieron registrando un rápido incremento de los costes laborales unitarios impulsado por fuertes subidas salariales en un contexto de endurecimiento de los mercados de trabajo y moderadas mejoras de la productividad. Al mismo tiempo, otros países han registrado recientemente una aceleración en sus costes laborales unitarios, hasta 2017, cabiendo citar a Rumanía, así como Bulgaria, Chequia y Hungría (gráfico 6). En algunos de estos países, la aceleración de los salarios siguió a significativos ajustes realizados a raíz de la crisis de 2008-2009, que interrumpieron temporalmente la convergencia de los salarios a largo plazo. La débil productividad del trabajo ha ido a menudo de la mano de un incremento moderado de la productividad global de los factores[11].

- La subida de los costes laborales unitarios en una serie de países acreedores netos (Dinamarca, Alemania, Luxemburgo, Países Bajos y Suecia) se mantuvo globalmente moderada en 2016, habiéndose frenado un tanto en Alemania en un contexto de moderadas subidas salariales, a pesar del endurecimiento del mercado de trabajo.

- La baja inflación ha contribuido a mantener relativamente estable en los últimos años la competitividad de los precios, medida por el tipo de cambio real efectivo (TCRE) (gráfico 7). El euro empezó a apreciarse en 2016 tras la depreciación de 2015, implicando apreciaciones del tipo efectivo nominal en los países de la zona del euro de forma amplia, que también se beneficiarán de la evolución más reciente del TCRE. A pesar de esta reciente apreciación, los tipos de cambio reales efectivos siguen indicando una mejora de la competitividad de precios en comparación con el período anterior a la crisis en la mayoría de los países deudores netos. Un deterioro de la competitividad respecto del periodo anterior a la crisis solo ha tenido lugar durante unos años en Estonia, Letonia y Lituania, y más recientemente en Bulgaria y Chequia, en un contexto de tasas de inflación sostenidas. De los restantes países de la UE, únicamente el Reino Unido, Polonia y Alemania están registrando una mejora de su competencia de precios con respecto al año 2000.

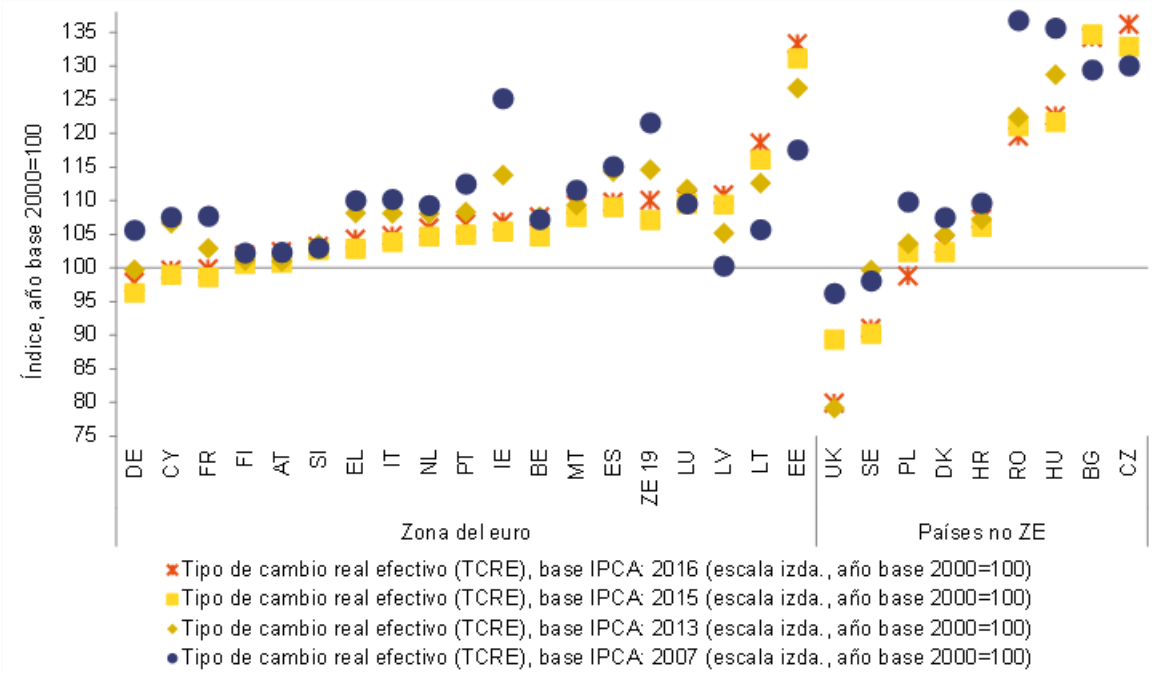
[11] En unos cuantos países, como Polonia y Rumanía, los fuertes incrementos en el volumen de capital por trabajador (aumento de la intensidad de capital) elevaron la productividad de la mano de obra y frenaron los costes laborales unitarios, mientras que en Letonia, Grecia Portugal y Eslovenia ocurrió el fenómeno contrario.

Gráfico 6: **Variación de los costes laborales unitarios**



Fuente: AMECO; los datos relativos a 2017 proceden de las previsiones del otoño de 2017 de la Comisión.

Gráfico 7: **Tipos de cambio reales efectivos, 42 socios comerciales, deflactor IPCA**

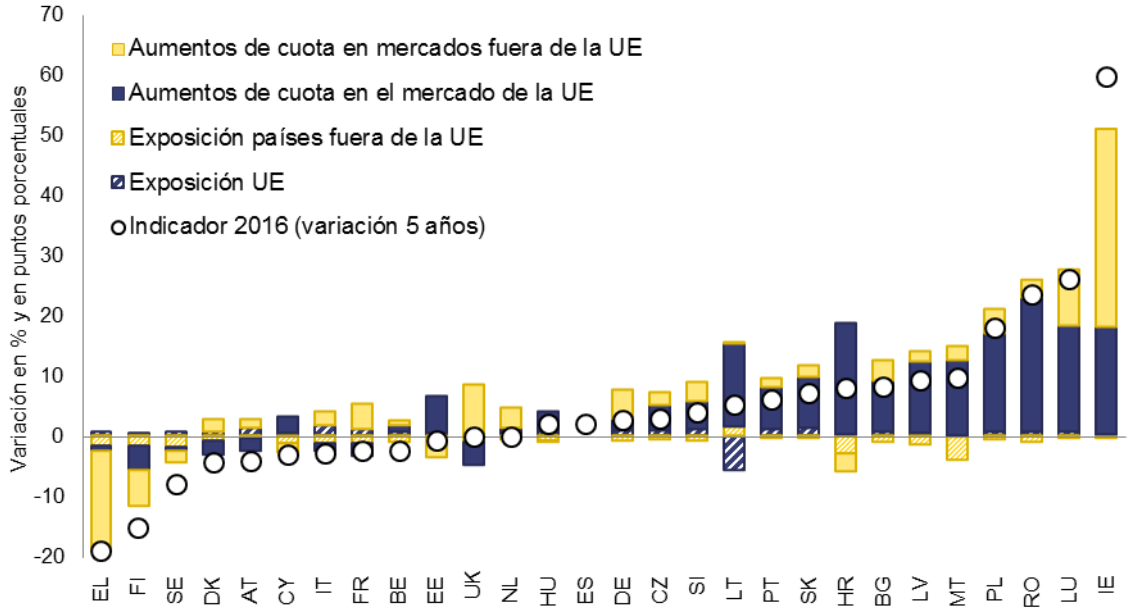


Fuente: AMECO.
Nota: La escala del gráfico no permite ver los índices relativos a Eslovaquia, siendo de 153, 173, 170 y 171 para 2007, 2013, 2015 y 2016, respectivamente.

La mayoría de los países de la UE han registrado recientemente mejoras de sus cuotas en los mercados de exportación. Estas mejoras reflejan una expansión del comercio dentro de la UE algo mayor que la del comercio fuera de la UE, y una reducción de los precios de las materias primas que ha llevado en los últimos años a un aumento de la parte que representan las exportaciones distintas de las de materias primas en el total de exportaciones. Los mayores

aumentos de la cuota en los mercados de exportación fueron registrados por Irlanda, Luxemburgo y Rumanía, mientras que las mayores disminuciones se registraron en Grecia, Finlandia y Suecia. Las grandes economías de la UE, por lo general, no experimentaron variaciones de las cuotas de mercado de sus exportaciones. No se observa ninguna diferencia sistemática entre los países acreedores netos y los países deudores netos en lo que se refiere a la dinámica de la cuota en los mercados de exportación en los últimos años, salvo en 2016 cuando los países deudores netos tuvieron resultados algo mejores.

Gráfico 8: **Variación de las cuotas de mercado de las exportaciones (variación acumulada en 2011-2016)**



Fuente: Eurostat, cálculos de los servicios de la Comisión.
Nota: La descomposición se basa en el método *shift-share*. Las barras rayadas representan la contribución a la dinámica de las cuotas de mercado derivada de las variaciones en la exposición a un mercado determinado; las barras de un solo color miden la contribución a esta dinámica derivada de las variaciones de las cuotas de mercado en un mercado determinado. Los cálculos utilizan datos del MBP6, excepto en el caso de Finlandia, donde los datos relativos a las exportaciones a la UE proceden de las cuentas nacionales; no se dispone de algunos datos para España.

Recuadro 1: La dimensión «zona del euro» de los desequilibrios macroeconómicos

Las implicaciones, a escala de la zona del euro, de los desequilibrios macroeconómicos merecen especial consideración. En línea con las propuestas que figuran en el Informe de 22 de junio de 2015, «Completar la Unión Económica y Monetaria», de Jean Claude Juncker, Donald Tusk, Jeroen Dijsselbloem, Mario Draghi y Martin Schulz, y la Comunicación de la Comisión, de 21 de octubre de 2015, «Medidas destinadas a realizar la Unión Económica y Monetaria», a partir de 2016, el IMA contiene un análisis sistemático de las implicaciones, a escala de la zona del euro, de los desequilibrios de los países y de si se requiere un enfoque coordinado de las políticas a aplicar teniendo en cuenta las interdependencias.

El gran superávit por cuenta corriente de la zona del euro se ha estabilizado. El superávit de la balanza por cuenta corriente de la zona del euro aumentó marginalmente hasta un máximo del 3,3 %

del PIB en 2016, tras alcanzar el 3,2 % en 2015, y, según las previsiones del otoño de 2017 de la Comisión, se mantendría en torno al 3 % hasta 2019, como consecuencia principalmente de la recuperación cíclica de la economía de la zona del euro respecto de la de sus socios comerciales y de la desaparición gradual de la mejora de la relación de intercambio[12]. Con la hipótesis de mantenimiento de las políticas económicas, se espera que el superávit por cuenta corriente de la zona del euro siga siendo el más alto a nivel mundial. Se estima que este nivel sería superior al que podría explicarse teniendo en cuenta los indicadores económicos fundamentales (envejecimiento de la población, renta per cápita relativa), dado que las estimaciones empíricas de la norma de la balanza por cuenta corriente de la zona del euro indican un pequeño superávit ligeramente superior al 1 % del PIB en 2016[13]. De cara al futuro, el amplio superávit de la balanza por cuenta corriente de la zona del euro podría ser uno de los factores que contribuyen al mantenimiento de la presión al alza sobre la cotización del euro.

La persistencia del superávit de la zona del euro refleja la corrección de los saldos de las balanzas por cuenta corriente anteriormente deficitarias, junto con la persistencia de grandes superávits. La agregación de los amplios superávits de Alemania y los Países Bajos representa cerca del 90 % de superávit total actual de la zona del euro (gráfico B.1.1). La pronunciada mejora del saldo de la balanza por cuenta corriente de la zona del euro en los años posteriores a la crisis coincidió con un brusco ajuste de los grandes déficits exteriores tras el cambio de tendencia de los flujos financieros transfronterizos privados (gráfico B.1.2.). El subsiguiente aumento del superávit de la zona del euro coincidió con unas mejoras sostenidas de los saldos de la balanza por cuenta corriente en los países deudores netos y un crecimiento de los superávits de los países acreedores netos. Desde 2011, *las dinámicas* de las balanzas por cuenta corriente de Italia y Alemania representan alrededor de dos terceras partes del aumento del superávit de la zona del euro. La reducción del superávit de la zona del euro prevista para 2017 se derivaría en gran medida de la disminución del superávit de la economía alemana.

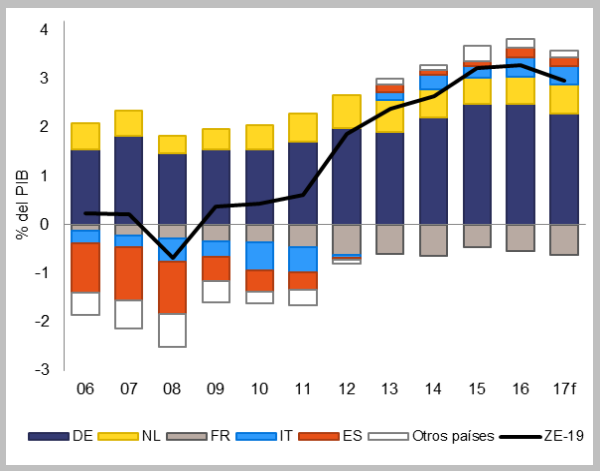
La dinámica del superávit de la zona del euro está asociada a una demanda interna que se sitúa por detrás de la de la actividad económica y por una demanda de exportaciones sostenida. Las exportaciones netas corresponden a la diferencia entre los ingresos y los gastos agregados, que se ha ampliado desde 2009 hasta 2016, primer año desde la crisis en que la dinámica de la demanda real agregada superó a la del PIB (véase el gráfico B.1.3). La evolución del superávit refleja una dinámica moderada de la demanda en los países deudores netos y unas posiciones exteriores de los países acreedores netos que siguieron aumentando a partir de unos valores ya claramente positivos. Una demanda persistentemente débil se reflejó en una brecha de producción para la zona del euro negativa desde 2009, brecha que según las previsiones de la Comisión del otoño de 2017 pasaría a ser positiva en 2018. Esta prolongada atonía de la economía sustenta las cifras de inflación, que se mantendrían por debajo del objetivo de las autoridades monetarias. La evolución del superávit de la zona del euro también está asociada a la dinámica de sus exportaciones, que se basa en una demanda global

[12] Cifra para el período 2017-2019 basada en la contabilidad nacional; las cifras basadas en la contabilidad nacional y las que figuran en las estadísticas de la balanza de pagos para 2015 y 2016 coinciden.

[13] El valor de referencia se obtiene a partir de regresiones en forma reducida que integran los principales determinantes del equilibrio ahorro-inversión, incluidos los determinantes fundamentales (por ejemplo, demografía, recursos), los factores estratégicos y las condiciones financieras mundiales. La metodología es similar a la seguida por el FMI en su «Evaluación del Saldo Exterior» [Phillips, S. et al., 2013, «The External Balance Assessment (EBA) Methodology», documento de trabajo del FMI, 13/272], Las principales diferencias consisten en: un mayor tamaño de la muestra utilizada en la estimación, una especificación empírica ligeramente diferente (diferentes interacciones para la variable que recoge los efectos del envejecimiento de la población y una variable adicional que recoge el peso del sector de fabricación en el valor añadido), y algunas diferencias en la definición de normas (predicciones basadas en un conjunto más pequeño de indicadores económicos fundamentales, particularmente excluyendo la PIIN y variables globales de aversión del riesgo, y variables estratégicas establecidas en la media a nivel mundial). Las estimaciones del FMI relativas a la balanza por cuenta corriente para la zona del euro apuntan a un pequeño superávit del orden del 2,7% del PIB (evaluación interna del FMI).

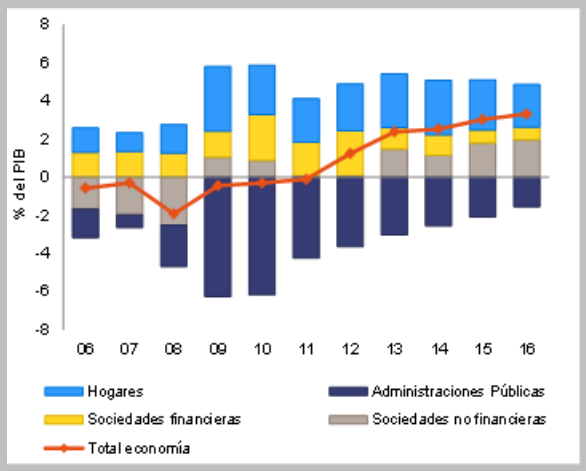
favorable a los bienes y servicios europeos y en una mejora de la competitividad. Aunque los beneficios derivados de la depreciación del euro en 2015 están produciendo gradualmente efectos sobre la balanza comercial, los derivados de la reciente apreciación del euro apenas son visibles.

Gráfico B.1.1: Saldos de la balanza por cuenta corriente de la zona del euro y de algunos Estados miembros



Fuente: AMECO

Gráfico B.1.2: Capacidad o necesidad neta de financiación de la zona del euro por sector



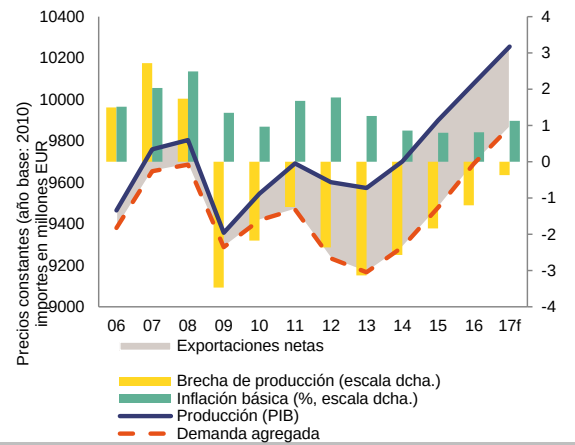
Fuente: Eurostat

La creciente posición exterior de la zona del euro se asocia a un proceso de desapalancamiento generalizado. A nivel agregado de la zona del euro, la deuda se mantiene elevada para los hogares, las empresas y los gobiernos, con diferencias notables entre los distintos países. El proceso de desapalancamiento comenzó tras el estallido de la crisis y llevó a un aumento de los ahorros netos para la zona del euro en su conjunto (gráfico B.1.2). El sector privado inició pronto un proceso de desapalancamiento activo, cuando estalló la crisis en torno a 2009, mientras que las finanzas públicas contribuían a amortiguar su impacto sobre las rentas. La cifra de préstamos netos para el sector de los hogares es actualmente el doble de la registrada en el período anterior a la crisis. Las empresas, que normalmente tienen necesidades netas de financiación, han venido registrando una capacidad neta de financiación desde 2013, y actualmente representan la mayor parte en la capacidad neta de financiación global de la zona del euro, lo que refleja una inversión moderada a pesar del amplio margen de maniobra para una financiación interna. Aunque esta cifra agregada oculta importantes diferencias entre países, refleja una capacidad neta de financiación en casi todos los países de la zona del euro, registrándose las cifras más altas en proporción del PIB en Grecia, Países Bajos y España; únicamente en Luxemburgo, Francia y Estonia las empresas no fueron prestamistas netos en 2016. El desapalancamiento del sector público se inició en 2011, cuando la capacidad neta de financiación se hizo menos negativa tras la aplicación de políticas encaminadas a endurecer los presupuestos, que han representado una parte importante del aumento de la capacidad neta de financiación de la zona del euro.

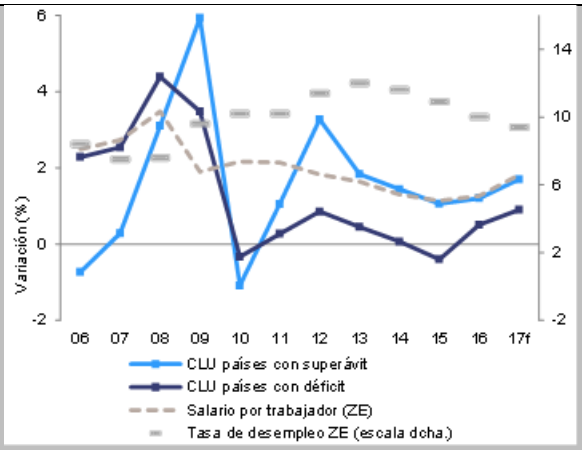
Gráfico B.1.3: Producción, demanda interna, exportaciones netas e inflación básica de la zona del euro

Gráfico B.1.4: Desempleo, subida de los salarios y reequilibrio de los costes laborales unitarios en la zona del euro[14]

[14] Se consideran países con superávit: Bélgica, Alemania, Luxemburgo, Países Bajos, Austria y Finlandia; los países con déficit son los demás países entre los 19 de la zona del euro. Todos los países con superávit tuvieron en el periodo 1999-2012 una balanza por cuenta corriente en equilibrio o con superávit (a



Fuente: AMECO



Fuente: AMECO

Debe proseguir el reequilibrio en la zona del euro. Los países que han corregido sus grandes déficits todavía siguen caracterizados por unas posiciones de inversión internacional neta ampliamente negativas y altos niveles de deuda privada o pública que representan puntos débiles. La liquidación de los amplios niveles de deuda requiere una balanza por cuenta corriente equilibrada o con superávit, lo que implica también un proceso continuo de desapalancamiento interno. Las mejoras relativas de competitividad de los países deudores netos iniciadas en 2012 están desapareciendo gradualmente, al tiempo que se ha estancado el crecimiento de la productividad (gráfico B.1.4).

Mientras que la mayor demanda y el continuo crecimiento seguirán contribuyendo al desapalancamiento y al reajuste, el incremento de la productividad y la mejora de la competitividad respaldarían una corrección duradera de los desequilibrios. A la luz de la interconexión existente entre las economías de la zona del euro, es apropiado combinar las políticas macroeconómicas de los Estados miembros, ya que ello respaldaría la corrección de los desequilibrios y la recuperación. A tal fin, unas condiciones favorables a la demanda en los países acreedores netos de la zona del euro y en los países no pertenecientes a la zona del euro serían fundamentales para los países deudores netos. A este respecto, la reciente recuperación del crecimiento nominal ha contribuido a una aceleración del ritmo de reducción de la proporción que representan los pasivos exteriores netos en el PIB. Habría que mantener una mejora estructural de la productividad y de la competitividad, particularmente en los países deudores netos, para respaldar un ajuste sostenido y contribuir a aliviar la carga de la deuda.

Las ratios de deuda privada han disminuido generalmente desde los máximos alcanzados después de la crisis, pero el endeudamiento excesivo sigue afectando a varios países. En 2016, doce Estados miembros rebasaron el umbral del cuadro de indicadores establecido para la deuda privada. Se trata de los mismos países que figuran en el IMA del año pasado, a excepción de Malta, que ahora se sitúa por debajo del umbral. Las ratios de deuda privada alcanzan los mayores valores en Chipre, Luxemburgo, Irlanda y los Países Bajos, aunque las cifras se ven influidas por la notable presencia de empresas multinacionales o extraterritoriales («offshore»). A continuación, en la clasificación según el valor del indicador figuran Dinamarca, Suecia, Bélgica, Portugal y el Reino Unido, con una deuda

---

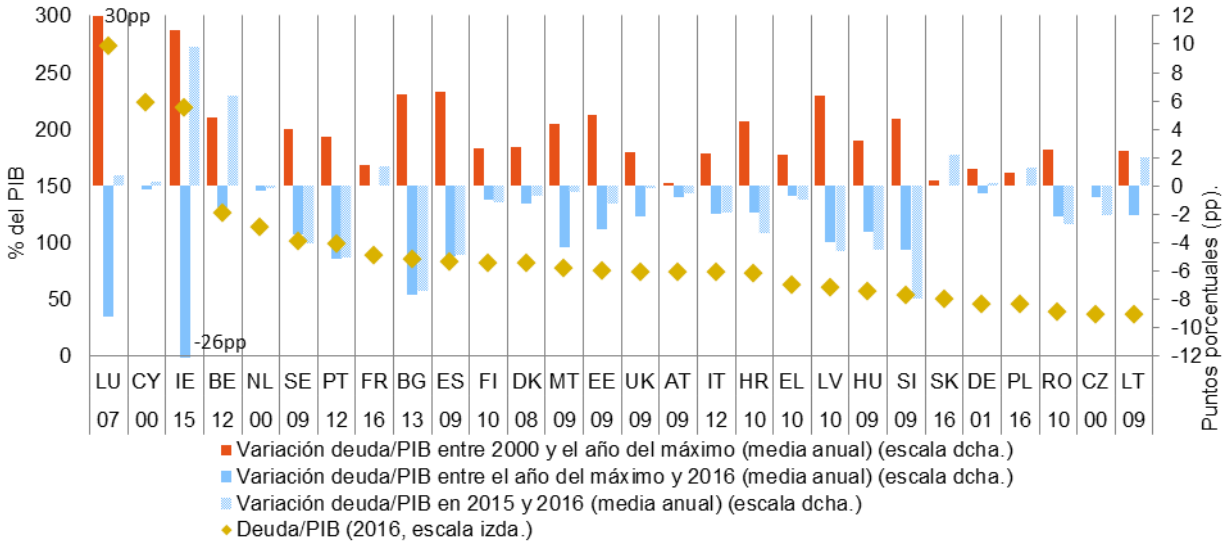
excepción de Alemania y Austria antes de 2002 y Finlandia después de 2010, mientras que todos los países con déficit registraron un déficit entre 2000 y 2002).

privada que rebasa el 160 % del PIB.

La contribución relativa de los hogares y empresas a los altos niveles de deuda privada varía entre los distintos Estados miembros. En el caso de Luxemburgo, Irlanda y, en menor grado, Bélgica, las altas ratios de deuda de las sociedades no financieras son los parámetros más destacables para una comparación entre países. En cambio, los grandes niveles de deuda privada se deben principalmente al sector de los hogares en Dinamarca y en el Reino Unido. Chipre, los Países Bajos y Portugal experimentan unos niveles de deuda relativamente altos, tanto en el sector empresarial con el de los hogares. Globalmente, las diferencias de niveles de deuda entre los distintos países se explican en gran medida por las diferencias en los factores fundamentales que explican la acumulación de deuda, tales como las perspectivas para el crecimiento y la inversión, las restricciones al ahorro privado y el desarrollo del sector financiero. Al mismo tiempo, los riesgos planteados por el alto nivel de deuda han de evaluarse en el contexto del potencial de crecimiento de un país, de la resiliencia de su sector financiero y de la moneda en que están denominados sus pasivos, sin dejar de tener en cuenta el valor, la liquidez, la inestabilidad y la distribución de los activos subyacentes.

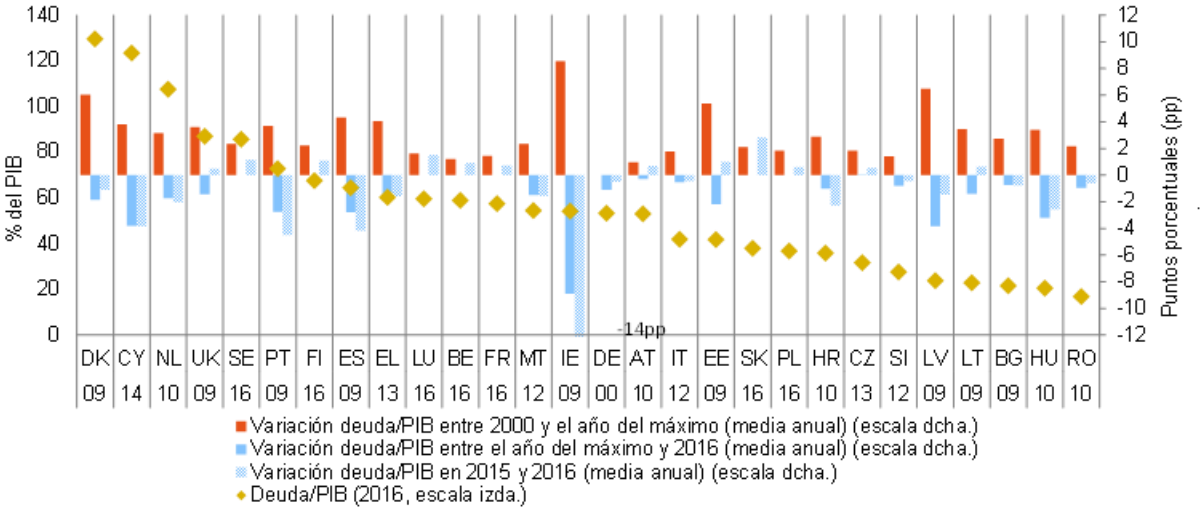
El ritmo de reducción de la deuda privada ha sido desigual entre los distintos países y no siempre se ajusta a sus necesidades de desapalancamiento. El nivel de deuda del sector privado no financiero aumentó significativamente en el periodo anterior a la crisis financiera y desde entonces su descenso solo ha sido marginal en la mayoría de los casos. En los cinco países con las mayores ratios de deuda de las empresas no financieras (Luxemburgo, Chipre, Irlanda, Bélgica y los Países Bajos) el desapalancamiento se ha estancado o ha cambiado de tendencia en los dos últimos años, mientras que en Francia aún no ha comenzado (gráfico 9). Por el contrario, en Suecia, Portugal, Bulgaria y España que también muestran altas ratios de deuda, el desapalancamiento de las empresas no financieras siguió a fuerte ritmo. En algunos países que no soportan altos niveles de deuda, tales como Letonia, Hungría y Eslovenia, el desapalancamiento de las empresas no financieras ha sido rápido y se ha acelerado en los dos últimos años. Las ratios de apalancamiento de los hogares disminuyeron en los dos últimos años en los tres Estados miembros en que estos están más endeudados (Dinamarca, Chipre y los Países Bajos), así como en otros países en los que están muy endeudados como Portugal, España y Grecia (gráfico 10). En cambio, el desapalancamiento de los hogares se ha estancado en el Reino Unido y las relativamente elevadas tasas de endeudamiento registradas en Suecia y Finlandia siguieron incrementándose.

Gráfico 9: **Ritmo de desapalancamiento de las sociedades no financieras**



Fuente: Eurostat, cálculos de los servicios de la Comisión.
Nota: La cifra que figura debajo del código de cada país indica el año en que este ha alcanzado el nivel máximo. La variación hasta el nivel máximo se ha calculado partiendo de un año inicial distinto del año 2000 en el caso de LUX (2001), PL (2002), MT (2003) y LV (2003). Se utilizan datos de deuda consolidada.

Gráfico 10: **Ritmo de desapalancamiento de los hogares**



Fuente: Eurostat, cálculos de los servicios de la Comisión.
Nota: La cifra que figura debajo del código de cada país indica el año en que este ha alcanzado el nivel máximo. La variación respecto del nivel máximo se ha calculado partiendo de un año inicial distinto del año 2000 en el caso de LUX (2002), PL (2003), MT (2004) y LV (2004). Se utilizan datos de deuda consolidada.

Los flujos de crédito se están recuperando más rápidamente en el sector de los hogares que en el sector empresarial, lo que implica diferencias en las formas de desapalancamiento y en la dinámica de la inversión. Globalmente, los flujos de crédito del sector privado se mantienen relativamente moderados y ningún Estado miembro rebasó el umbral del cuadro de indicadores en 2016. En los últimos años, en el contexto de la reanudación de crecimiento, el desapalancamiento de los hogares ha estado cada vez más impulsado por las reducciones de la ratio deuda/PIB gracias a un mayor crecimiento del PIB («desapalancamiento pasivo»), mientras que un «desapalancamiento activo» de los hogares basado en unos flujos de crédito netos negativos solo se observó en alguno de los países más afectados por la crisis económica y financiera, a saber, Chipre, Irlanda, Portugal, España y Grecia (gráfico 11a). Los hogares han disminuido su nivel de endeudamiento en los Estados miembros durante el último año, en particular en países con altos niveles de deuda tales como el Reino Unido, Suecia y Finlandia. El repunte de los flujos de crédito ha sido generalmente menor para las empresas, lo que se traduce en que este sector está disminuyendo su nivel de endeudamiento en más de dos terceras partes de los Estados miembros, globalmente a partes iguales entre el desapalancamiento activo y el desapalancamiento pasivo (gráfico 11b). El desapalancamiento activo de las empresas suele asociarse a una inversión moderada (gráfico 12), lo que subraya la importancia de la carga de la deuda en los mediocres resultados de las sociedades financieras en el periodo posterior a la crisis en materia de inversión.

Gráfico 11a: **Desglose de la variación de la ratio deuda/PIB de los hogares** (primer trimestre de 2017)

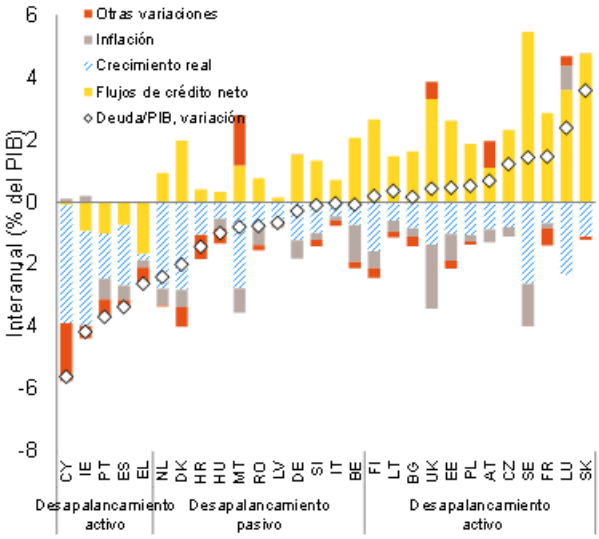
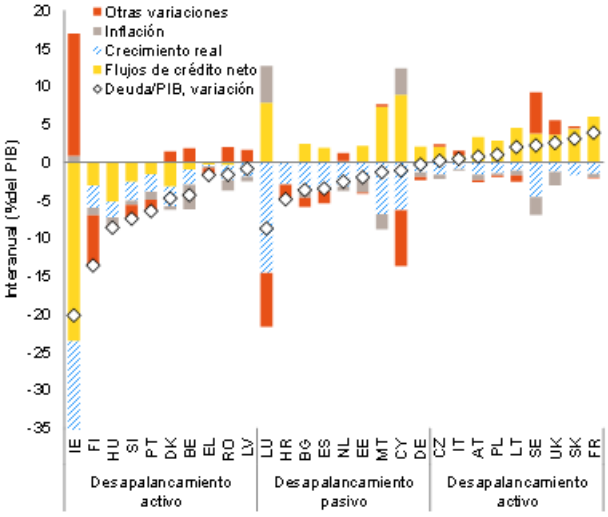
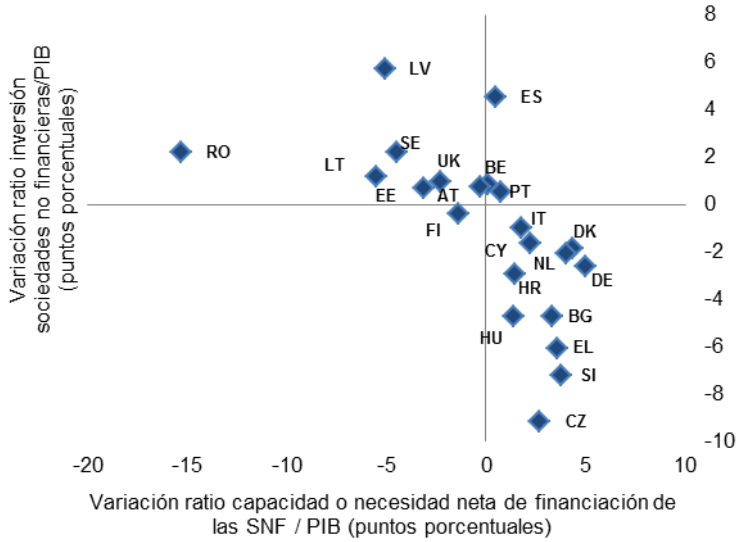


Gráfico 11b: **Desglose de la variación de la ratio deuda/PIB de las sociedades no financieras** (primer trimestre de 2017)



Fuente: Eurostat, cálculos de los servicios de la Comisión.
Nota: Los gráficos presentan un desglose de la evolución de las ratios deuda/PIB en cuatro componentes: flujos de crédito, crecimiento del PIB real, inflación y otros factores. El desapalancamiento activo implica el reembolso neto de la deuda (flujos de crédito netos negativos), lo que, por lo general, conduce a una contracción nominal del balance del sector y tiene, siempre que las demás condiciones no varíen, efectos adversos en la actividad económica y los mercados de activos. Por su parte, el desapalancamiento pasivo consiste en la compensación de unos flujos de crédito netos positivos con un mayor crecimiento del PIB nominal, lo que conduce a una reducción gradual de la ratio deuda/PIB. El desapalancamiento activo tiene lugar cuando los flujos de crédito netos positivos superan el crecimiento del PIB nominal. Los datos de las sociedades no financieras de CY se refieren al tercer trimestre de 2016.

Gráfico 12: **Variación de las ratios de inversión y de capacidad/necesidad neta de financiación de las sociedades no financieras (SNF) en los años siguientes a un nivel máximo de endeudamiento**



Fuente: Eurostat, cálculos de los servicios de la Comisión.
Nota: La muestra de países se limita a aquellos para los que se dispone de datos y cuya ratio deuda de las sociedades no financieras / PIB alcanzó un máximo antes de 2016.

El sector bancario de la UE sigue afrontando retos asociados a los bajos niveles de rentabilidad y a los altos niveles de préstamos no productivos en algunos países. El incremento de los pasivos financieros se está acelerando en la mayoría de los Estados miembros, pero generalmente se mantiene muy por debajo del umbral del cuadro de indicadores[15]. Durante el pasado año, la mayoría de Estados miembros ha observado mejoras en la rentabilidad de los bancos, las ratios de capital, los niveles de préstamos no productivos y los flujos de crédito. Las valoraciones bancarias, en particular, se recuperaron de forma significativa desde mediados de 2016 hasta mediados de 2017, debido a las expectativas de tipos de interés más altos y de curvas de rendimiento con mayor pendiente. Sin embargo, la rentabilidad sigue sometida a presiones como consecuencia de los bajos tipos de interés y unas prácticas empresariales anticuadas. En algunos Estados miembros puede encontrarse una combinación de baja rentabilidad, ratios de capital bajas con respecto al resto de países y altos niveles de préstamos no productivos. Esto ocurre, en particular, en el caso de Grecia, Chipre Italia y Portugal (gráficos 13 y 14).

[15] Hungría constituye una excepción, aunque el rápido aumento de los pasivos de su sector financiero observados en 2016 es imputable a una determinada transacción con un impacto macroeconómico limitado.

Gráfico 13: **Rentabilidad bancaria y ratios de capital**

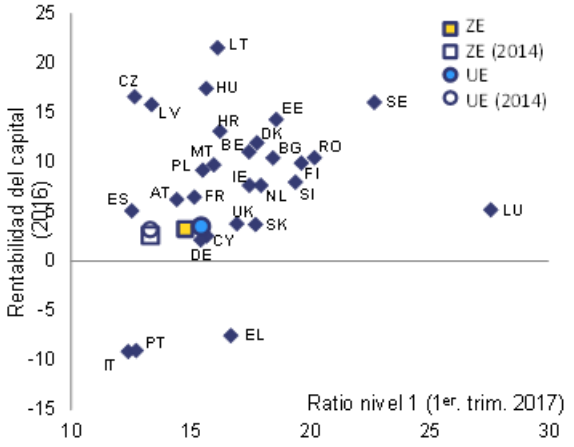
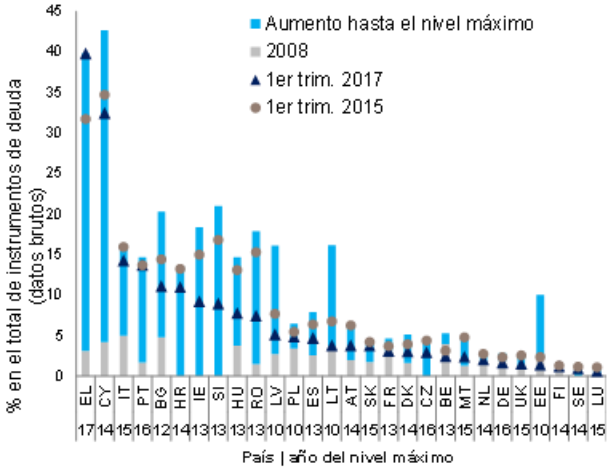


Gráfico 14: **Préstamos no productivos**



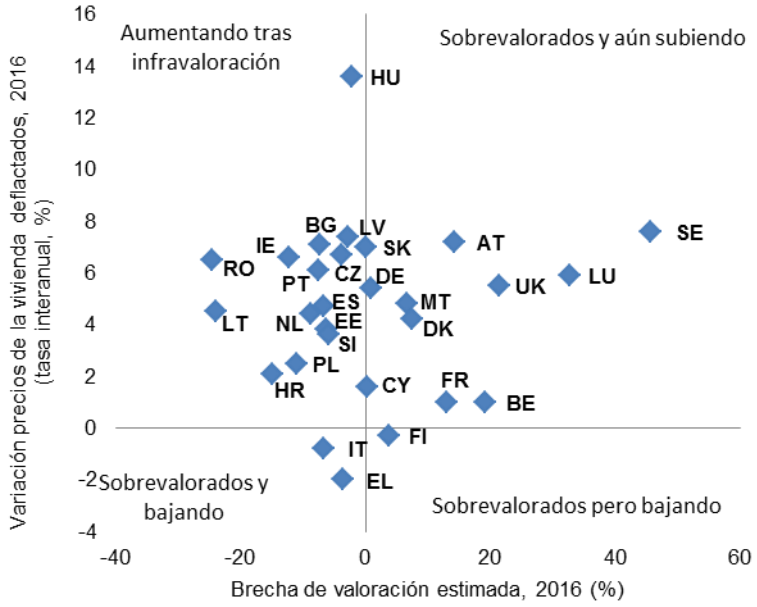
Fuente: BCE, cálculos de los servicios de la Comisión.
Nota: No se dispone de datos brutos sobre los instrumentos de deuda no productivos para CZ, HR, SE y SI en 2008. En el gráfico 13, el punto relativo al dato del primer trimestre de 2015 hace referencia al cuarto trimestre de 2014 en el caso de BG y al primer trimestre de 2016 en el caso de CZ.

El nivel de préstamos no productivos sigue disminuyendo en la UE, pero se mantiene elevado en varios Estados miembros. La ratio de préstamos no productivos está reduciéndose en todos los Estados miembros que tienen unas proporciones de préstamos no productivos relativamente elevadas, a excepción de Grecia. Sin embargo, la disminución de esta tasa solo se ha iniciado muy recientemente en Portugal e Italia (gráfico 14). A pesar de su tendencia decreciente, el nivel de préstamos productivos se mantiene elevado en una serie de países. En particular, en Grecia y Chipre sigue representando más del 30 % del total de préstamos, mientras que en Italia y Portugal representan cerca del 14 %. En Bulgaria, Irlanda, Croacia, y Eslovenia se sitúan en torno al 10 % del total de préstamos.

En la UE está teniendo lugar un aumento generalizado de los precios reales de la vivienda, lo que representa una recuperación respecto de anteriores descensos, pero que también puede llevar en algunos casos a una ampliación de los excesos de valoración. Los precios reales de la vivienda aumentaron en 25 Estados miembros en 2016, rebasándose el umbral del cuadro de indicadores en Bulgaria, Chequia, Irlanda, Letonia, Hungría, Austria, Portugal, Rumanía, Eslovaquia y Suecia. Esto representa cuatro países más que el último año, así como un cambio en los países afectados; únicamente Irlanda, Hungría y Suecia han rebasado el umbral en ambos años. Grecia, Italia y Finlandia representan los únicos ejemplos de disminución de los precios reales de la vivienda; en el caso de Grecia e Italia prosiguió en 2017 y está contribuyendo a una brecha de valoración negativa en la actualidad (gráfico 15). En otros Estados miembros, el aumento de los precios reales de la vivienda vino a añadir presión a unos mercados de la vivienda ya sobrevalorados. Las tensiones son particularmente visibles en Suecia y, en menor medida, en el Reino Unido, Luxemburgo y Austria, en donde el fuerte incremento de los precios reales de la vivienda en 2016 vino a añadirse a una brecha de sobrevaloración estimada. No obstante, en el caso de Austria y el Reino Unido, los datos trimestrales muestran una desaceleración de los precios de la vivienda en 2017. En Suecia y el Reino Unido, y también en Dinamarca, unos precios de la vivienda sobrevalorados coexisten con altos niveles de endeudamiento de los hogares. En algunos casos se observa una fuerte dinámica de precios en países que presentan solo pequeñas brechas de (infra)valoración. Es el caso de Hungría, Bulgaria, Letonia, Chequia y Eslovaquia, en donde las subidas de los precios

reales de la vivienda han proseguido en 2017 y en donde pueden estar acumulándose riesgos de sobrevaloración. En los Países Bajos, los precios de la vivienda siguieron una dinámica relativamente sostenida en el contexto de un alto nivel de endeudamiento de los hogares. En algunos Estados miembros, la dinámica sostenida de los precios de la vivienda está asociada con la de los préstamos hipotecarios, lo que apunta a la posibilidad de que aparezcan riesgos de recalentamiento inducidos por la situación en materia crediticia. Esto ocurre, particularmente, en Eslovaquia y Rumanía, en donde la expansión del crédito hipotecario rebasó el 10 % en 2016, aunque en un contexto de bajos niveles de endeudamiento de los hogares. En resumen, la pujante subida de los precios de la vivienda en una serie de países de la UE merece un seguimiento continuo a la luz de la posible acumulación de bolsas de riesgos macrofinancieros y debido a sus implicaciones desde el punto de vista de la asignación de recursos y la asequibilidad de la vivienda.

Gráfico 15: **Variaciones de los precios de la vivienda y brechas de valoración en 2016**



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

Las ratios de deuda pública han tocado techo actualmente en casi todos los Estados miembros, pero los niveles de deuda se mantienen elevados en la mayoría de los países. Los valores del cuadro de indicadores rebasaron el umbral en 16 Estados miembros en 2016, frente a los 17 países señalados en el IMA de 2017. Para nueve de estos Estados miembros, una deuda pública superior al 60 % del PIB viene asociada a una deuda privada por encima del umbral, lo que indica la necesidad de desapalancamiento a nivel de la economía en su conjunto. La ratios deuda/PIB han iniciado generalmente una trayectoria descendente en los Estados miembros con mayores niveles de deuda pública, excepto en Francia e Italia. Sin embargo, el ritmo de desapalancamiento es con frecuencia limitado: entre los 10 Estados miembros con los niveles más altos de deuda pública, únicamente Grecia, Chipre y Austria se espera que alcancen una reducción de al menos 10 puntos porcentuales de su ratio de deuda entre el final de 2016 y 2019. Entre los Estados miembros con los menores niveles de deuda,

se prevé que la ratio de deuda aumente en Rumanía y Luxemburgo. Globalmente, el desapalancamiento del sector público está teniendo lugar en el contexto de la mejora progresiva de las situaciones presupuestarias durante los últimos años y la reciente reanudación del crecimiento. Esto permite deducciones incipientes de la ratio deuda pública/PIB a pesar de una ligera relajación presupuestaria en algunos países.

Recuadro 2: **Evolución del empleo y de la situación social**

Los mercados laborales de la UE han seguido mejorando durante 2016 y el primer semestre de 2017; las tasas de desempleo han seguido disminuyendo y las disparidades entre los distintos países de la UE han disminuido a partir de unos niveles elevados. La recuperación, generadora de empleo, ha contribuido a una mejora de la situación social al disminuir la proporción de personas con riesgo de pobreza o exclusión social, debido a una reducción del número de hogares de baja intensidad laboral y del nivel de privación material grave, mientras que la tasa de riesgo de pobreza (monetaria) se ha estabilizado. El desamparo social sigue preocupando en muchos Estados miembros, pudiendo tener efectos negativos en el crecimiento del PIB potencial e implicaciones para la corrección de los desequilibrios macroeconómicos, aspectos estos que merecen consideración. El pilar europeo de derechos sociales, recientemente proclamado, puede servir de brújula para abordar estos retos y fomentar una convergencia social al alza en la UE.

En 2016, la *tasa de desempleo* siguió disminuyendo, pero se mantenía a un nivel alto o incluso muy alto en varios países de la UE. De 2015 a 2016 aumentó en solo dos países, Austria y Estonia, aunque a partir de unos bajos niveles. Las mayores mejoras se han producido en los países con el mayor nivel de desempleo (reducciones de dos puntos porcentuales o más en Croacia, Chipre y España). Con todo, nueve Estados miembros (Grecia, España, Francia, Croacia, Italia, Chipre, Letonia, Portugal y Eslovaquia) rebasaron el umbral del indicador correspondiente en una media de 10 puntos porcentuales durante los tres últimos años, frente a los 12 países señalados en los dos últimos IMA. Por otra parte, en 2016 las tasas de desempleo fueron aún superiores a las de 2008 en alrededor de dos terceras partes de los Estados miembros. Con el 8,6 % y el 10 % en la UE y en la zona del euro, respectivamente, las tasas de desempleo eran aproximadamente dos puntos porcentuales inferiores a los valores máximos alcanzados en 2013, pero aún eran 1,6 puntos porcentuales y 2,4 puntos porcentuales superiores a las cifras respectivas para 2008. Las tasas de desempleo han seguido disminuyendo constantemente en el primer semestre de 2017, alcanzando a mediados de este año el 7,7 % y el 9,1 %, respectivamente, en la UE y en la zona del euro.

El *empleo* y las *tasas de empleo* aumentaron en casi todos los Estados miembros, prosiguiendo la positiva evolución de los últimos años. La tasa de empleo (personas de edad comprendida entre 20 y 64 años) alcanzó el 71,1 % en 2016 para la UE en su conjunto, rebasando el máximo alcanzado antes de la crisis (70,3 % en 2008). La tasa de empleo siguió aumentando en el segundo trimestre de 2017 hasta alcanzar un máximo del 72,2 %. En términos absolutos, en 2016 el número de personas empleadas disminuyó únicamente en Rumanía y Letonia.

Las *tasas de actividad* aumentaron en casi todos los países de la UE. Únicamente dos países registraron una disminución en los tres últimos años: la disminución en Chipre fue exactamente equivalente al umbral del indicador (-0,2), mientras que en España (-0,1) se situó incluso por debajo del umbral. A nivel agregado, en 2016 las tasas de actividad de la UE y de la zona del euro se situaron en el 72,9 % y el 72,9 %, respectivamente, esto es, 2,6 puntos porcentuales y 2,1 puntos porcentuales por encima de los niveles alcanzados, respectivamente, en 2017. La tendencia creciente se debe principalmente al aumento de la participación en el mercado laboral de los trabajadores de más edad y de las mujeres.

El *desempleo de larga duración* mejoró con cierto desfase tras el inicio de la recuperación, pero en 2016 ya eran patentes las mejoras en casi todos los Estados miembros. Únicamente dos países registraron tasas superiores en al menos medio punto porcentual a la de hace tres años (que representaba el umbral del cuadro de indicadores): en Austria, la tasa aumentó en 1,9 puntos porcentuales, y, en Finlandia, en 2,3 puntos porcentuales. Las tasas de desempleo de larga duración más elevadas se registraron en Grecia (17 %) y España (9,5 %).

La *tasa de desempleo juvenil* disminuyó en todos los Estados países de la UE en el período trienal que finaliza en 2016, excepto en Luxemburgo [en donde el aumento de 2,2 puntos porcentuales rebasa

ligeramente el valor máximo del indicador (dos puntos porcentuales)] y, en menor medida, en Austria y Finlandia. En el mismo período se registraron caídas de 10 puntos porcentuales o más en los países con las tasas más elevadas (incluidos Grecia, Hungría, España y Croacia), así como en Bulgaria y Eslovaquia. La tasa de desempleo juvenil sigue siendo superior al 30 % en Croacia, Grecia, Italia y España, mientras que la proporción de jóvenes que ni estudia, ni trabaja, ni recibe formación sigue siendo superior al 15 % en Bulgaria, Croacia, Chipre, Grecia, Italia y Rumanía.

La situación social sigue siendo motivo de preocupación en varios países de la UE. La proporción de personas con riesgo de pobreza o exclusión social (AROPE) ha disminuido en alrededor de la mitad de los países de la UE, y a menudo ligeramente, entre y 2015 2016[16]. En 2016, una cuarta parte de la población de la UE estaba en situación de riesgo de pobreza o de exclusión social. Las tasas variaban considerablemente, de alrededor del 40 % en Bulgaria y Rumanía, seguidos por Grecia con una tasa superior al 35 %, a aproximadamente el 13 % en Chequia y el 17 % en Dinamarca, Finlandia y los Países Bajos. Luxemburgo y Rumanía registraron unos de los mayores incrementos de la tasa AROPE entre 2015 y 2016, mientras que Hungría, Letonia y Malta presentaron las reducciones más acentuadas. Al mismo tiempo, la renta disponible de los hogares ha aumentado, si bien aún no ha alcanzado sus niveles de 2008 en términos reales en numerosos Estados miembros.

La evolución global de la tasa de personas en riesgo de pobreza o exclusión social encierra evoluciones diferentes de sus distintos componentes. Aunque disminuyó en la mayoría de los Estados miembros en 2016, la proporción de personas en riesgo de pobreza se había incrementado en la mayoría de ellos en los últimos años: los mayores aumentos de esta proporción en un periodo de tres años se registraron en Estonia, Letonia, los Países Bajos y Rumanía, mientras que se observó una reducción significativa en Grecia, aunque a partir de una cifra superior a la media. En cambio, la privación material grave ha disminuido en los últimos tres años y también en 2016 considerado aisladamente en casi todos los Estados miembros de la UE: disminuyó más de 10 puntos porcentuales en un periodo de tres años en Bulgaria, Hungría y Letonia. Por último, aunque la recuperación ha dado lugar a una disminución de la proporción de personas (con edad inferior a 60 años) que viven en hogares de intensidad laboral muy baja en la mayoría de los países de la UE, principalmente en Hungría, Portugal, Letonia y Estonia, aún existen países en los que la proporción aumentó en 2016, principalmente Lituania, Finlandia, Grecia y Rumanía.

En general, los riesgos y las vulnerabilidades derivados de problemas heredados o de tendencias recientes están presentes en la mayoría de los Estados miembros. El grado de gravedad y la urgencia de adoptar medidas adecuadas varían de modo significativo entre ellos, dependiendo de la naturaleza de las tendencias o de las vulnerabilidades, así como de que estas estén circunscritas a uno o varios sectores de la economía:

- Varios Estados miembros se ven afectados por *vulnerabilidades (variables stock) múltiples e interconectadas*. Este es el caso de los países que se han visto más gravemente afectados por ciclos crediticios con fluctuaciones extremas —relacionados a menudo con problemas de liquidez y de solvencia en sus sectores bancarios— y las

[16] El indicador de personas en riesgo de pobreza o exclusión social (AROPE) corresponde a la proporción de personas vulnerables en función de al menos uno de tres indicadores sociales: 1) las personas en riesgo de pobreza (AROP) son aquellas con una renta disponible (ajustada en función de la composición del hogar) inferior al 60 % de la mediana nacional; 2) la privación material grave incluye indicadores que tienen que ver con la falta de recursos, es decir, el porcentaje de personas que sufren al menos cuatro de los nueve elementos de privación; 3) las personas que viven en un hogar con muy baja intensidad laboral son aquellas de entre 0 y 59 años de edad que viven en un hogar en el que los adultos (18-59 años) han trabajado menos del 20 % de su potencial de trabajo total durante el último año.

mayores reversiones de los saldos de las balanzas por cuenta corriente. En el caso de Chipre, Grecia[17] y Portugal, un elevado nivel de endeudamiento privado se combina con altos niveles de deuda pública, posiciones de inversión internacional neta muy negativas y la persistencia de dificultades en el sistema bancario. Estos países siguen afrontando la cuestión de cómo satisfacer necesidades de desapalancamiento significativas en un contexto caracterizado por un margen presupuestario limitado, un alto, aunque decreciente, nivel de desempleo y un débil crecimiento del PIB real. En Bulgaria, Croacia, Irlanda, Eslovenia y España, las vulnerabilidades también son múltiples, interconectadas y, con la posible excepción de Bulgaria, presentan una importante dimensión relativa a los desequilibrios de los stocks. Sin embargo, en estos países se han logrado avances más rápidos en su corrección que en los países mencionados anteriormente.

- En unos cuantos Estados miembros, las vulnerabilidades se deben principalmente a los *grandes stocks de deuda de las administraciones públicas*, y a las dudas en cuanto al *crecimiento potencial de la producción* y la *competitividad*. Esto es especialmente cierto en el caso de Italia, donde las vulnerabilidades están también vinculadas al sector bancario, en particular el gran volumen de préstamos no productivos. Bélgica y Francia también han de hacer frente a cuestiones relacionadas con la deuda de las administraciones públicas y el crecimiento potencial, pero no se ven confrontados a riesgos potenciales similares ocasionados por bancos vulnerables.

- Algunos Estados miembros presentan *superávits por cuenta corriente abultados y persistentes* que, aunque reflejan su fuerte competitividad, también reflejan, en distinto grado, cierta atonía de la inversión y el consumo privados. Se trata, en particular, de Alemania, Dinamarca, los Países Bajos y Suecia. En el caso de Alemania, esta situación se combina con el desapalancamiento en todos los sectores de la economía, aunque los niveles de deuda pública no son comparativamente elevados. Los superávits abultados y persistentes pueden implicar pérdidas de oportunidades de crecimiento y de inversión a nivel interno. Además, la insuficiencia de la demanda agregada tiene consecuencias para el resto de la zona del euro en un contexto de atonía de la actividad económica y de inflación inferior al objetivo establecido.

- En algunos Estados miembros, *la evolución de las variables de precios y costes muestran posibles indicios de recalentamiento, particularmente en lo que se refiere al mercado de la vivienda o al mercado laboral*. En Suecia, al igual que en Austria, Dinamarca, Luxemburgo, los Países Bajos y el Reino Unido, las presiones sobre los precios atañen principalmente al sector de la vivienda, y van acompañadas de importantes niveles de deuda de los hogares. En Estonia, Hungría, Letonia, Lituania y Rumanía, los costes laborales unitarios siguen aumentando a un ritmo relativamente rápido, mientras que la competitividad de precios está disminuyendo. En estos países, especialmente en Rumanía y también en Hungría, se registra una aceleración de los costes laborales unitarios en un contexto de políticas fiscales procíclicas que podrían exacerbar las posibles presiones de recalentamiento.

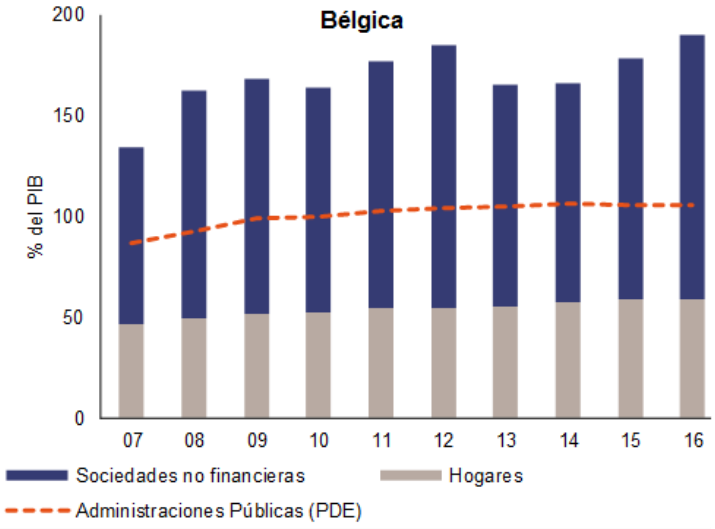
[17] En el caso de Grecia, la supervisión de los desequilibrios y el seguimiento de las medidas correctoras siguen teniendo lugar en el contexto del programa de ayuda financiera y no en el marco del PDM.

De forma general, está justificada la realización de exámenes exhaustivos relativos a 12 Estados miembros: Alemania, Bulgaria, Chipre, Croacia, Eslovenia, España, Francia, Irlanda, Italia, los Países Bajos, Portugal y Suecia. Todos ellos habían sido objeto de exámenes exhaustivos en el ciclo anterior, durante el cual se realizaron exámenes exhaustivos relativos a un total de 13 países. Mientras que la serie de Estados miembros sometidos a un examen exhaustivo es ligeramente más limitada que la del año pasado, están apareciendo posibles riesgos en algunos países para los que por el momento no está justificado un examen exhaustivo, por lo que la evolución en ellos seguirá siendo objeto de seguimiento, tal como se indica en la sección 3. En comparación con la situación reflejada en el IMA de 2017, se ha seguido avanzando en la corrección de los desequilibrios exteriores de los países deudores netos, y las condiciones de crecimiento y de los mercados laborales han seguido mejorando generalmente. Los progresos a la hora de abordar y prevenir la aparición de desequilibrios derivados de factores internos y los niveles de deuda sectorial han sido más desiguales. Dado que solo se están ajustando lentamente, los desequilibrios de stocks internos y externos siguen siendo una fuente de riesgos y vulnerabilidades en muchos Estados miembros, además de lastrar las perspectivas de inversión y la recuperación económica. Sin el reforzamiento de los factores de crecimiento a largo plazo, tales como la inversión, la productividad y los niveles de empleo, la mejora de las condiciones cíclicas podría resultar insuficiente para situar los actuales desequilibrios de stocks en niveles prudentes. Al mismo tiempo, la reactivación de las condiciones cíclicas está contribuyendo a la constitución de presiones localizadas sobre los precios, los costes y el mercado de la vivienda, que requieren un estrecho seguimiento en algunos países.

3. DESEQUILIBRIOS, RIESGOS Y AJUSTE: OBSERVACIONES ESPECÍFICAS POR PAÍS

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

Gráfico A1: Desglose de la deuda por sectores económicos



Fuente: Eurostat

La sostenibilidad de la balanza de pagos se sustenta en una posición de inversión internacional neta muy favorable y un saldo de la balanza por cuenta corriente próximo al equilibrio. Como consecuencia de los aumentos logrados en 2016, las pérdidas acumuladas en las cuotas de mercado de las exportaciones se han reducido considerablemente. La evolución de los costes laborales unitarios nominales ha sido moderada, pero con vistas al futuro se espera un repunte. La deuda privada se mantiene relativamente alta, especialmente en el caso de las sociedades no financieras, aunque la importancia de los préstamos intragrupo infla las cifras de deuda. Los riesgos relacionados con el endeudamiento de los hogares tienen su origen sobre todo en el mercado de la vivienda. Los precios reales de la vivienda se han mantenido relativamente estables en los últimos años, lo que significa que no se ha corregido el rápido incremento anterior al año 2008. La deuda pública se espera que disminuya lentamente a partir de los altos niveles alcanzados y sigue representando un importante reto para la sostenibilidad a largo plazo de las finanzas públicas. El consumo público se encuentra en una situación de estancamiento como consecuencia de la consolidación en curso de las finanzas públicas. La creación de empleo se mantiene elevada y el desempleo a largo plazo así como el elevado desempleo juvenil persistente han disminuido.

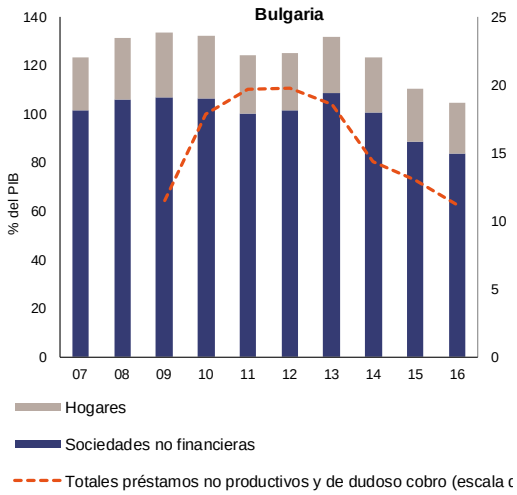
En general, la lectura económica pone de relieve problemas relacionados con el endeudamiento público, aunque los riesgos asociados se mantienen limitados. En conclusión, la Comisión no procederá por el momento a un análisis más exhaustivo en el contexto del PDM.

Bulgaria: En febrero de 2017, la Comisión llegó a la conclusión de que Bulgaria estaba *experimentando desequilibrios macroeconómicos excesivos*, que incluían particularmente vulnerabilidades en el sector financiero junto con un endeudamiento elevado de las empresas en un contexto de ajuste incompleto del mercado laboral. En el cuadro de indicadores actualizado, algunos indicadores rebasan el umbral indicativo, a saber: la posición de inversión internacional neta (PIIN) y la subida de los precios reales de la vivienda.

La PIIN negativa sigue por encima del umbral, pero ha seguido mejorando ya que la balanza por cuenta corriente ha pasado a registrar un amplio superávit. Apoyada en una dinámica de

recuperación, la mayor parte de la PIIN guarda rela ción con los pasivos netos asociados a las inversiones extranjeras directas, lo cual mitiga los riesgos externos. Las mejoras de la posición exterior están respaldadas por los aumentos de las cuotas de mercado de las exportaciones registrados en los últimos años. El endeudamiento privado sigue siendo motivo de preocupación, particularmente el de las sociedades no financieras, mientras que el nivel de préstamos no productivos se mantiene elevado a pesar del proceso de desapalancamiento en curso. Los precios reales de la vivienda aumentaron fuertemente en 2016 y requieren un seguimiento estrecho. Ya se están aplicando medidas tempranas para contribuir a abordar las vulnerabilidades del sector financiero. Con todo, y a pesar del favorable entorno macroeconómico, el funcionamiento del sector aún se ve obstaculizado por inquietudes persistentes derivadas de la baja calidad de la gobernanza, de los activos y de la supervisión. Prosigue la recuperación del mercado laboral, previéndose que el desempleo disminuya a lo largo del período de previsión. En cualquier caso, la persistencia de problemas estructurales, tales como la elevada proporción de desempleados de larga duración y la inadecuación de las cualificaciones y competencias, lleva a una infrautilización de los recursos humanos y afecta al empleo. Mientras tanto, se prevé una aceleración de los costes salariales y laborales de cara al futuro, debido principalmente a una escasez de oferta en algunos sectores y a los planes de aumentar más el salario mínimo en el período 2018-2020.

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



Fuente: Eurostat y BCE.

En general, la lectura económica señala vulnerabilidades persistentes, particularmente en el sector financiero. En conclusión, la Comisión, teniendo en cuenta particularmente el desequilibrio excesivo detectado en febrero, considera conveniente examinar más a fondo la persistencia de riesgos macroeconómicos y supervisar los avances en la corrección de los desequilibrios.

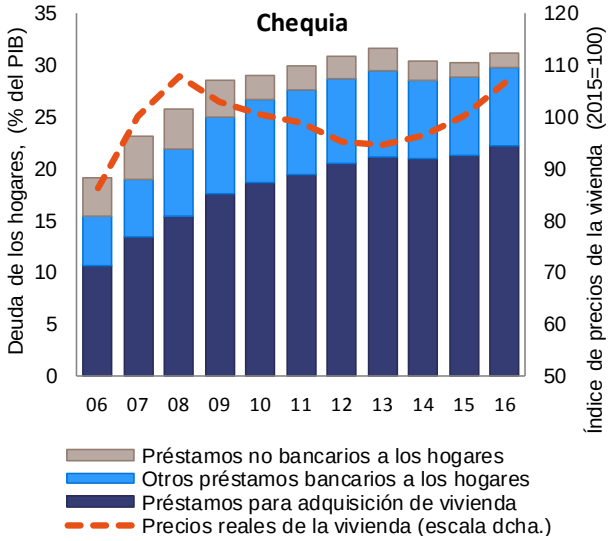
Chequia: En el anterior ciclo del PDM, *no se detectaron desequilibrios macroeconómicos* en Chequia. En el cuadro de indicadores actualizado, la subida de los precios reales de la vivienda rebasa su umbral indicativo.

El saldo de la balanza por cuenta corriente ha seguido una tendencia favorable y ahora arroja un pequeño superávit. La posición de inversión internacional neta ha seguido reforzándose, debido en parte a una política de defensa del tipo de cambio de la moneda nacional respecto del euro, política que, no obstante, finalizó en abril de 2017. Se han registrado aumentos de las cuotas de mercado de las exportaciones. Los costes laborales unitarios nominales han aumentado, impulsados en parte por las fuertes subidas salariales que, se espera, se acelerarán en el contexto de un endurecimiento del mercado laboral. Prosiguió la aceleración de los precios reales de la vivienda, que actualmente rebasan el umbral, situación que requiere atención. Se aceleró la espiral interactiva entre los precios de la vivienda y el volumen de préstamos hipotecarios. El nivel de deuda privada siguió aumentando en 2016, pero se mantiene por debajo del umbral. El sector bancario, en gran parte en manos extranjeras, sigue estable, a pesar de que el aumento de los pasivos del sector financiero se aceleró

significativamente en 2016. El desempleo ha seguido disminuyendo y se sitúa a un nivel muy bajo.

En general, la lectura económica pone de relieve problemas asociados a posibles riesgos internos, aunque estos siguen siendo limitados. En conclusión, la Comisión no procederá por el momento a un análisis más exhaustivo en el contexto del PDM.

Gráfico A3: ***Deuda de los hogares e índice de precios de la vivienda***

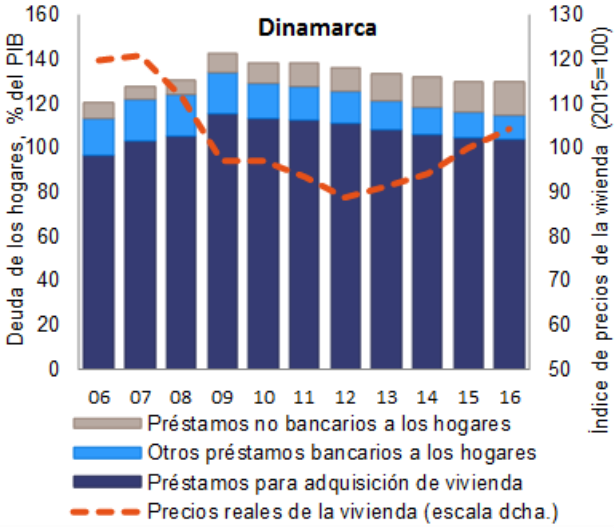


Fuente: Eurostat y BCE

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

La balanza por cuenta corriente sigue arrojando amplios superávits, que reflejan la magnitud del ahorro de las empresas y el desapalancamiento de los hogares. Los superávits de la balanza por cuenta corriente han llevado a una posición de inversión internacional neta ampliamente positiva, la cual, a su vez, genera ingresos netos positivos para las inversiones extranjeras. Las pérdidas acumuladas en las cuotas de mercado de las exportaciones han disminuido, mientras que los indicadores de la competitividad de costes se han mantenido estables. La deuda de los hogares, aunque está disminuyendo, sigue siendo una de las más elevadas de la UE. Su alto nivel refleja un modelo específico de financiación bancaria de los préstamos hipotecarios, un régimen fiscal favorable y unos pequeños incentivos al reembolso de las deudas hipotecarias, así como un sistema de pensiones y de bienestar avanzado. No obstante, respaldados por la persistencia de unos bajos costes de financiación y la mejora de las condiciones del mercado laboral, los precios de la vivienda siguen recuperándose, particularmente en las principales zonas urbanas, situación que requiere atención. Sin embargo, el sector bancario se mantiene sólido. El mercado laboral está mejorando gradualmente y el nivel de desempleo es bajo y está disminuyendo.

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



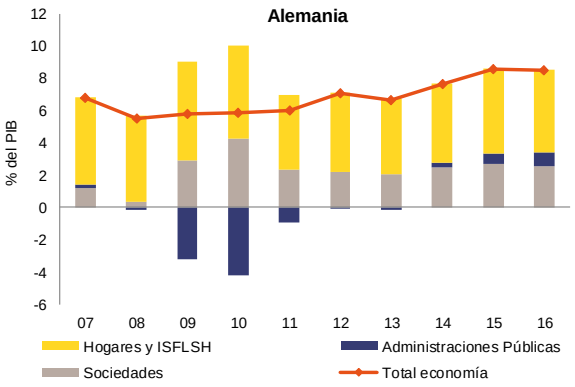
Fuente: Eurostat y BCE

En general, la lectura económica pone de relieve problemas asociados a la balanza por cuenta corriente, la deuda privada y el sector de la vivienda, pero los riesgos parecen limitados. En conclusión, la Comisión no procederá por el momento a un análisis más exhaustivo en el contexto del PDM.

Alemania: En febrero de 2017, la Comisión concluyó que Alemania estaba experimentando *desequilibrios macroeconómicos*, relacionados en particular con sus amplios superávits por cuenta corriente que reflejan un exceso de ahorro y una inversión moderada. En el cuadro de indicadores actualizado, algunos indicadores rebasan el umbral indicativo, a saber: el saldo de la balanza por cuenta corriente y la deuda pública.

El superávit de la balanza por cuenta corriente se mantuvo prácticamente estable en 2016. Habida cuenta de la continua expansión de la demanda interna, se espera que el superávit por cuenta corriente siga disminuyendo, pero se mantenga a un elevado nivel y respalde nuevos aumentos de la posición de inversión internacional neta. Están desapareciendo los efectos positivos derivados de la relación de intercambio. La expansión de las exportaciones se debilitó en el contexto de la ralentización del comercio mundial, manteniéndose, no obstante, las cuotas de mercado de las exportaciones. A pesar del bajo nivel de deuda del sector privado, continúa la tendencia de desapalancamiento en este sector, con un exceso de ahorro y un bajo nivel de inversión, lo que, a su vez, se refleja en el alto superávit de la balanza por cuenta corriente. La inversión de las empresas es limitada a pesar de la mejora de la liquidez. Los precios reales de la vivienda se han acelerado. No obstante, la expansión del crédito ha sido moderada, a pesar de los bajos tipos de interés y la aceleración de los precios de la vivienda. La subida de los salarios es moderada, pero también lo es el consumo de los hogares *per cápita*, lo que mantiene su tasa de ahorro a un nivel elevado. La deuda pública ha seguido disminuyendo hacia el umbral, previéndose superávits presupuestarios durante el período cubierto por la previsión. Sigue existiendo un retraso en materia de inversión pública. El desempleo global, así como el desempleo juvenil y de larga duración, han seguido disminuyendo y se mantienen a un nivel muy bajo.

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



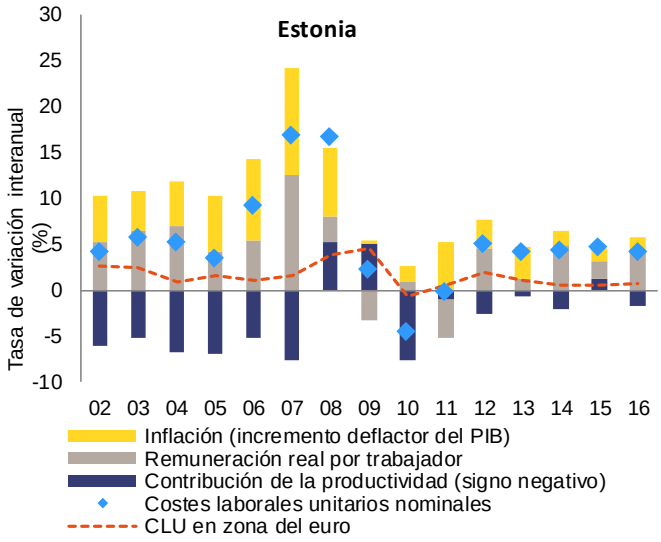
Fuente: Servicios de la Comisión. ISFLSH: instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares.

En general, la lectura económica pone de relieve problemas relacionados con el superávit exterior, que es muy amplio y solo disminuyó de forma gradual, y con la fuerte dependencia respecto de la demanda externa, que subrayan la necesidad de proseguir el reajuste. En conclusión, la Comisión, teniendo en cuenta particularmente el desequilibrio detectado en febrero, considera útil examinar más a fondo la persistencia de los desequilibrios o su corrección.

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

La PIIN negativa rebasa el umbral, pero por escaso margen, y más de la mitad de los pasivos exteriores corresponden a IED. La balanza por cuenta corriente ha registrado pequeños superávits desde 2014, que se espera prosigan durante el período de previsión. A pesar de algunos aumentos en 2016, en términos acumulados, las cuotas de mercado de las exportaciones se han mantenido estables. El fuerte crecimiento de los costes laborales unitarios nominales y la apreciación del tipo de cambio real efectivo reflejan principalmente las subidas salariales en un mercado laboral sometido a tensiones. De cara al futuro, considerando un repunte de los flujos de inversión y de los mercados de exportación este año y el año próximo, se prevé que la productividad aumente y la subida de los costes laborales unitarios se ralentice. La subida de los precios de la vivienda se ralentizó en 2016 tras haber sido superior al umbral en los años anteriores. La deuda del sector privado es estable y la deuda pública siguió siendo la más baja de la UE. Los indicadores de desempleo de larga duración y juvenil han seguido mejorando, al tiempo que las tasas de actividad han alcanzado máximos históricos.

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



Fuente: servicios de la Comisión

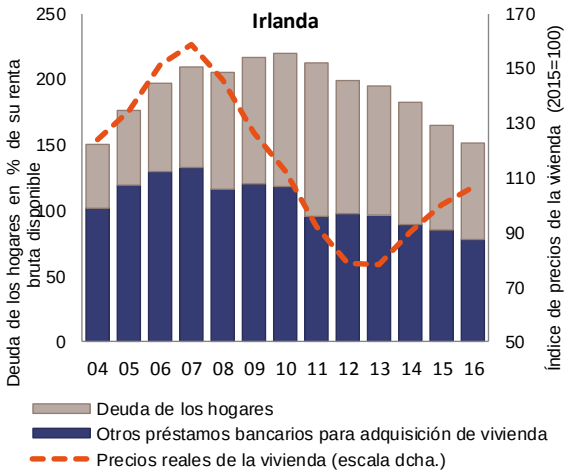
En general, la lectura económica pone de relieve problemas asociados a la competitividad de costes en un mercado laboral sometido a tensiones, pero los riesgos están limitados. En conclusión, la Comisión no procederá por el momento a un análisis más exhaustivo en el contexto del PDM.

Irlanda: En febrero de 2017, la Comisión llegó a la conclusión de que Irlanda estaba *experimentando desequilibrios macroeconómicos*, relacionados en particular con vulnerabilidades derivadas del gran volumen de deuda pública y privada y de pasivos exteriores netos, a pesar de las mejoras en las variables flujo. En el cuadro de indicadores actualizado, algunos indicadores rebasan el umbral indicativo, a saber: la posición de inversión internacional neta (PIIN), el tipo de cambio real efectivo (TCRE), la deuda privada, la deuda pública y los precios reales de la vivienda.

La balanza por cuenta corriente registra un superávit substancial, mientras que la PIIN ha empeorado considerablemente debido principalmente a factores no relacionados con la economía nacional. Sin embargo, la balanza por cuenta corriente y la posición exterior subyacentes son difíciles de evaluar, debido a la dimensión y la incidencia de las actividades de las empresas multinacionales. El fuerte incremento de la productividad en los últimos años ha contribuido a mejorar la competitividad de costes. Las ratios de deuda privada y de deuda

pública respecto del PIB están disminuyendo, pero se mantienen elevadas gracias a la intensidad de la recuperación. Los hogares han continuado el proceso de desapalancamiento de forma activa, pero la situación de las sociedades no financieras nacionales es más difícil de interpretar, dado el peso de las multinacionales en la deuda total de las empresas. El déficit público se aproximaría al equilibrio durante el período de previsión. La ratio de préstamos no productivos ha disminuido durante los últimos años, pero se mantiene elevada, lo que tiene implicaciones para la economía en su conjunto. Los bancos están bien recapitalizados y su rentabilidad está mejorando gradualmente, aunque todavía es baja. Los precios reales de la vivienda se están incrementando rápidamente, impulsados principalmente por restricciones de oferta, a partir de unos niveles probablemente sobrevalorados, pero la situación requiere atención. Irlanda se está aproximando a la situación de pleno empleo, el desempleo está disminuyendo y los empleos a tiempo completo están aumentando al mayor ritmo registrado desde 1999. El desempleo juvenil y el de larga duración también han disminuido sustancialmente.

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



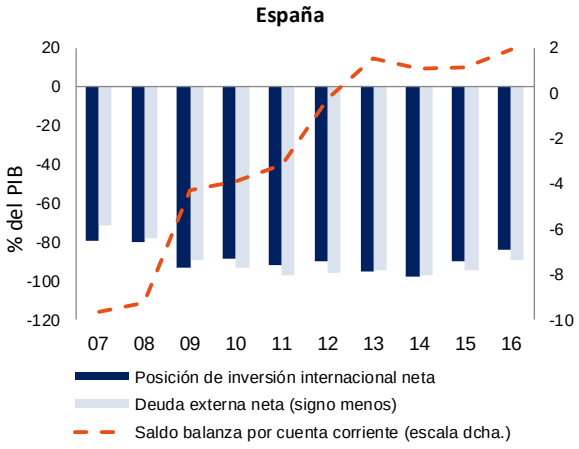
Fuente: Eurostat, servicios de la Comision y BCE.

En general, la lectura económica pone de relieve problemas relacionados con la evaluación de la sostenibilidad exterior, las vulnerabilidades del sector financiero, la deuda privada y la deuda pública. En conclusión, la Comisión, teniendo en cuenta particularmente el desequilibrio detectado en febrero, considera útil examinar más a fondo la persistencia de los desequilibrios o su corrección.

España: En febrero de 2017, la Comisión concluyó que España estaba experimentando *desequilibrios macroeconómicos*, relacionados, en particular, con los altos niveles de endeudamiento privado, público y exterior en un contexto de elevado desempleo. En el cuadro de indicadores actualizado, algunos indicadores rebasan el umbral indicativo, a saber: la posición de inversión internacional neta (PIIN), las ratios de deuda privada y deuda pública y la tasa de desempleo.

Ha proseguido el reajuste del sector exterior. La PIIN ha mejorado, pero se mantiene a un nivel muy elevado y tardará en alcanzar niveles prudentes. Se espera que la balanza por cuenta corriente mantenga unos superávits moderados a pesar de la robustez de la demanda final, debido en parte a mejoras estructurales en el comportamiento del sector exportador. El aumento de los

Gráfico A8: ***PIIN y saldo balanza por cuenta corriente***



Fuente: Servicios de la Comision.

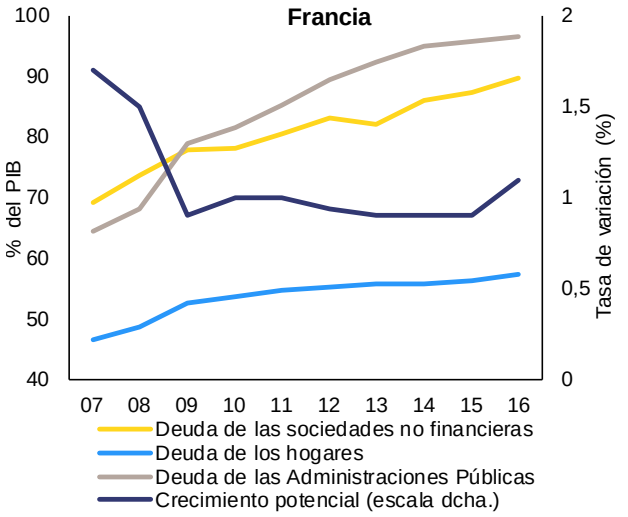
costes laborales unitarios ha sido moderado, pero los bajos incrementos de la productividad hacen que las posibles mejoras de la competitividad dependan de reducciones de los costes. Persisten necesidades de desapalancamiento, pero la deuda del sector privado ha seguido reduciéndose durante 2016, especialmente en el caso de las empresas. El ritmo de reducción de la deuda ha disminuido al haberse reanudado la concesión de nuevos créditos, lo que ha respaldado un fuerte repunte de la inversión. La ratio de deuda pública es elevada y solo disminuye lentamente, gracias principalmente al fuerte crecimiento. Si bien el desempleo retrocede rápidamente, sigue siendo muy elevado, en particular entre los jóvenes y los desempleados de larga duración. La creación de empleo se caracteriza por una alta proporción de contratos temporales.

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

Francia: En febrero de 2017, la Comisión concluyó que Francia estaba experimentando *desequilibrios macroeconómicos excesivos*, relacionados en particular con una deuda pública elevada y una débil competitividad en un contexto de incremento reducido de la productividad. En el cuadro de indicadores actualizado, algunos indicadores rebasan el umbral indicativo, a saber: la deuda pública, la deuda del sector privado y la tasa de desempleo.

La balanza por cuenta corriente sigue registrando un déficit moderado que se considera estable. Las cuotas de mercado de las exportaciones se han estabilizado en los últimos años. Los indicadores de competitividad han mejorado, al haberse observado una deceleración acusada de los costes laborales unitarios nominales, debido a la moderación de las subidas salariales y a las medidas encaminadas a reducir los costes laborales. Sin embargo, el aumento de la productividad laboral se mantiene a un bajo nivel, lo que impide una recuperación más rápida de la competitividad de costes. La deuda del sector privado rebasa el umbral, observándose un aumento de la deuda de las empresas y unos precios de la vivienda que se mantienen a niveles muy elevados en comparación con la renta disponible. La deuda pública se está estabilizando a niveles elevados y sigue siendo un importante factor de vulnerabilidad que reduce el margen de maniobra presupuestario disponible para hacer frente a futuras perturbaciones. El desempleo está disminuyendo desde el máximo alcanzado en 2015, mientras que se ha estabilizado el desempleo de larga duración.

Gráfico A9: ***Deuda y crecimiento del PIB potencial***



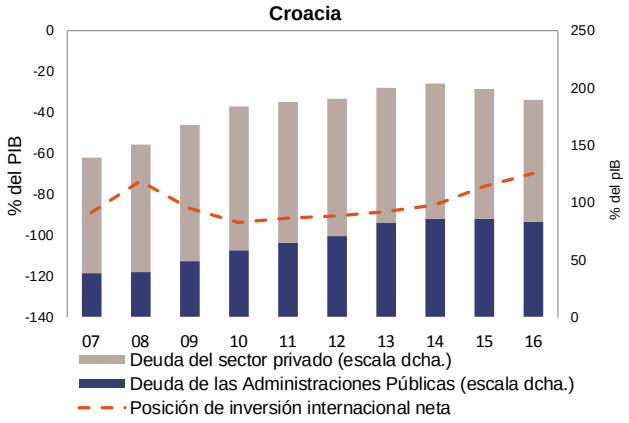
Fuente: Eurostat y BCE.

En general, la lectura económica pone de relieve problemas relacionados con el elevado endeudamiento público y la baja competitividad, en un contexto de incremento reducido de la productividad. En conclusión, la Comisión, teniendo en cuenta particularmente el desequilibrio excesivo detectado en febrero, considera conveniente examinar más a fondo la persistencia de riesgos macroeconómicos y supervisar los avances en la corrección de los desequilibrios excesivos.

Croacia: En febrero de 2017, la Comisión concluyó que Croacia estaba experimentando *desequilibrios macroeconómicos excesivos*, relacionados en particular con riesgos derivados de los elevados niveles de deuda pública, deuda empresarial y deuda externa (denominadas todas ellas en su mayoría en moneda extranjera), en un contexto de bajo crecimiento potencial. En el cuadro de indicadores actualizado, algunos indicadores rebasan el umbral indicativo, a saber: la posición de inversión internacional neta (PIIN), la deuda pública y la tasa de desempleo.

La PIIN está disminuyendo, pero se mantiene a un nivel elevado, persistiendo riesgos relacionados con el tipo de cambio. La balanza por cuenta corriente arroja un amplio superávit y su saldo ha sido positivo desde 2013. Aunque inicialmente estuvo impulsada por una demanda interna decreciente, ahora se basa cada vez más en el fuerte crecimiento de las exportaciones, que se ven impulsadas por la mejora de la competitividad de costes. Los aumentos de cuota en los mercados de exportación se han acelerado en 2016. La deuda del sector privado siguió disminuyendo en un contexto de débiles flujos de crédito, pero su nivel aún sigue siendo elevado. Un crecimiento económico fuerte y sostenido respaldaría el proceso de desapalancamiento, disminuyendo de cara al futuro la presión sobre la expansión del crédito. Aunque los préstamos a las sociedades no financieras siguen una tendencia decreciente, una parte importante de ellos siguen siendo no productivos. La ratio de deuda pública siguió disminuyendo en 2016 y se prevé que lo siga haciendo, particularmente teniendo en cuenta la contención de los déficits. La tasa de desempleo se está reduciendo, pero esta reducción viene impulsada en gran medida por la rápida disminución de la población activa. Los riesgos para las perspectivas de la economía están relacionados con la evolución que se produzca en la reestructuración en curso del gran conglomerado Agrokor.

Gráfico A10: ***PIIN, deuda privada y deuda pública***



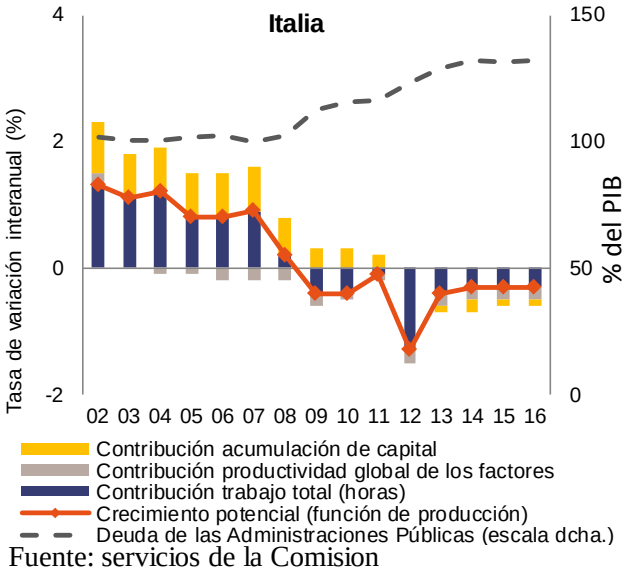
Fuente: Eurostat.

En resumen, la lectura económica pone de relieve problemas relacionados con el alto nivel de deuda y las exposiciones en divisas en todos los sectores, así como con el comportamiento del mercado de trabajo. En conclusión, la Comisión, teniendo en cuenta particularmente el desequilibrio excesivo detectado en febrero, considera conveniente examinar más a fondo la persistencia de riesgos macroeconómicos y supervisar los avances en la corrección de los desequilibrios excesivos.

Italia: En febrero de 2017, la Comisión concluyó que Italia estaba experimentando *desequilibrios macroeconómicos excesivos*, relacionados, en particular, con los riesgos derivados del alto nivel de deuda pública y la atonía persistente de la productividad en un contexto de alto volumen de préstamos no productivos y desempleo. En el cuadro de indicadores actualizado, algunos indicadores rebasan el umbral indicativo, a saber: la deuda pública y la tasa de desempleo.

El superávit de la balanza por cuenta corriente siguió aumentando en 2016, gracias al sector exportador, dado que el moderado aumento de las cuotas de mercado de las exportaciones ha situado el indicador por debajo del umbral indicativo, y también gracias a la persistencia de la débil demanda interna, como demuestra el mínimo histórico alcanzado por la ratio inversión fija / PIB. Sin embargo, la competitividad de costes sigue viéndose afectada por un moderado incremento de la productividad de la mano de obra, a pesar de unas subidas salariales contenidas, mientras que factores no relacionados con los costes, tales como la innovación y el tamaño de la empresa, también lastran el comportamiento de las exportaciones. La debilidad de la recuperación económica, la baja inflación y una política fiscal globalmente expansionista durante los últimos años están retrasando la reducción de la elevadísima ratio de deuda pública. Las perspectivas de crecimiento potencial son moderadas, especialmente teniendo en cuenta las adversas condiciones demográficas y el bajo incremento de la productividad, cabiendo señalar también los efectos de una asignación de los recursos de capital inadecuada y duradera, junto con los elevados volúmenes de préstamos no productivos y el bajo nivel de inversión. A pesar de las recientes intervenciones públicas encaminadas a la resolución de los bancos más débiles, la persistencia de una baja rentabilidad y el gran volumen de préstamos no productivos hacen al sistema bancario vulnerable frente a perturbaciones y limitan la capacidad de los bancos para obtener capital adicional y respaldar la recuperación económica. Las condiciones del mercado de trabajo están mejorando gradualmente, pero la tasa de desempleo se mantiene elevada, muy por encima de los niveles alcanzados antes de la crisis, particularmente en el caso de los jóvenes y los desempleados de larga duración. La tasa global de participación en el mercado laboral está aumentando, pero se mantiene por debajo de la media de la zona del euro.

Gráfico A11: ***Crecimiento potencial y deuda pública***



Fuente: servicios de la Comision

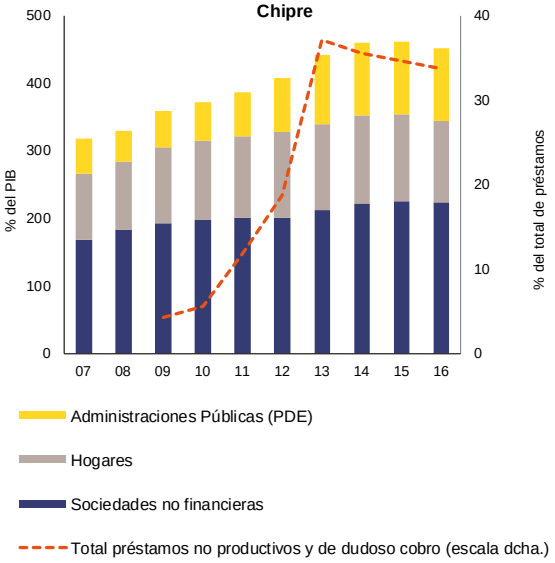
En general, la lectura económica pone de relieve problemas relacionados con el elevado endeudamiento público y el alto nivel de desempleo, en el contexto de un incremento reducido de la productividad y un sistema bancario aún vulnerable. En conclusión, la Comisión, teniendo también en cuenta los desequilibrios excesivos detectados en febrero, considera conveniente examinar más a fondo la persistencia de riesgos macroeconómicos y supervisar los avances en la corrección de los desequilibrios excesivos.

Chipre: En febrero de 2017, la Comisión concluyó que Chipre estaba experimentando *desequilibrios macroeconómicos excesivos*, relacionados en particular con los altos niveles de deuda privada, pública y exterior y la elevada ratio de préstamos no productivos en el sistema

bancario. En el cuadro de indicadores actualizado, algunos indicadores rebasan el umbral indicativo, a saber: la posición de inversión internacional neta (PIIN), el tipo de cambio real efectivo (TCRE), la deuda del sector privado, la deuda pública, la tasa de desempleo y la variación de la tasa de actividad laboral.

El déficit de la balanza por cuenta corriente aumentó substancialmente en 2016 y la PIIN se mantuvo en un nivel muy negativo. Las pérdidas acumuladas de cuota de mercado de las exportaciones han disminuido gracias a los aumentos de cuota registrados en 2016. La competitividad de costes mejoró, con una disminución significativa del TCRE, como consecuencia de la inflación negativa registrada hasta 2016 y una contención de los salarios que compensaba el bajo incremento de la productividad. De cara al futuro, puede resultar difícil obtener nuevas mejoras de la competitividad a medida que desaparezcan estos factores. El nivel de endeudamiento privado es uno de los mayores de la UE, tanto el de los hogares como el de las empresas, mientras que el proceso de desapalancamiento es lento. En particular, el ahorro de los hogares es negativo. Las condiciones deflacionistas hasta el final de 2016 han reducido el margen para un desapalancamiento pasivo, tendencia que habrá que invertir ya que se prevé un repunte de la inflación. Los precios reales de la vivienda han sido estables y pueden haber pasado su punto mínimo. El elevadísimo volumen de créditos no productivos dificulta el restablecimiento de un flujo de crédito adecuado para la economía, que es necesario para apoyar el potencial de crecimiento a medio plazo. Se estima que la elevadísima ratio deuda pública / PIB ha alcanzado su nivel máximo en 2016. El desempleo está disminuyendo, pero se mantiene elevado, particularmente el desempleo de larga duración y el desempleo juvenil.

Gráfico A12: ***Deuda privada y préstamos no productivos***



Fuente: Eurostat y BCE.

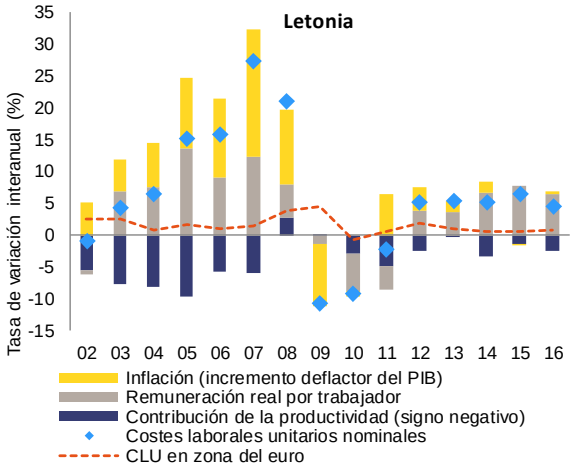
En general, la lectura económica pone de relieve problemas relacionados con la sostenibilidad externa, la deuda pública y privada, la existencia de vulnerabilidades en el sector financiero y el ajuste del mercado laboral. En conclusión, la Comisión, teniendo en cuenta particularmente el desequilibrio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

Letonia: En el anterior ciclo del PDM, *no* se detectaron *desequilibrios macroeconómicos* en Letonia. En el cuadro de indicadores actualizado, algunos indicadores se sitúan por encima del umbral indicativo, a saber: la posición de inversión internacional neta (PIIN), los costes laborales unitarios, los precios reales de la vivienda y la tasa de desempleo.

La balanza por cuenta corriente pasó a registrar un superávit en 2016, pero se espera vuelva a una situación de déficit. La elevada PIIN negativa, que refleja principalmente el nivel de deuda pública y de IED, sigue mejorando gradualmente. Las cuotas de mercado de las exportaciones se han estabilizado en los últimos años. Sin embargo, los indicadores de la competitividad de costes apuntan a un debilitamiento continuado. El TCRE se ha apreciado.

Los costes laborales unitarios se han incrementado considerablemente, impulsados principalmente por las continuas subidas salariales, que se prevé prosigan en el contexto de una reducción del volumen de mano de obra y un rígido mercado laboral, y ello aunque se espera un ligero repunte de la productividad del trabajo. Los precios reales de la vivienda subieron fuertemente en 2016, circunstancia que requiere atención. Prosigue el desapalancamiento del sector privado y la expansión del crédito se mantiene a un nivel moderado. La deuda pública se mantiene a un nivel bajo y estable. El desempleo continúa ajustándose a la baja.

Gráfico A13: ***Desglose de los costes laborales unitarios***



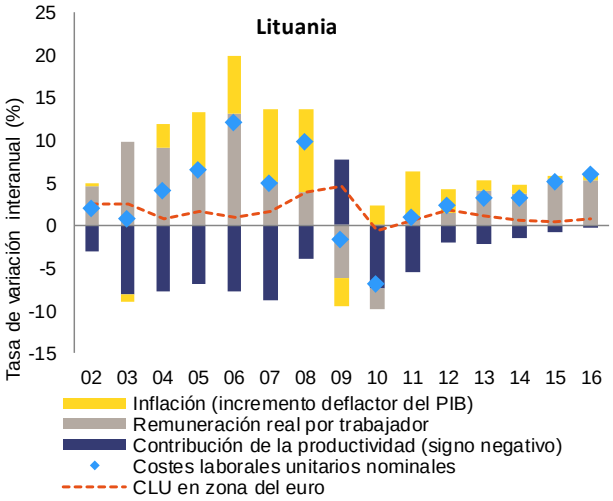
Fuente: servicios de la Comisión

En general, la lectura económica pone de relieve problemas relacionados con las presiones sobre la demanda interna y con la competitividad de costes, pero los riesgos parecen limitados. La Comisión no procederá por el momento a un análisis más exhaustivo en el contexto del PDM.

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

El saldo de la balanza por cuenta corriente se ha reducido en 2015-2016, aproximando el indicador al nivel de equilibrio. La PIIN, que refleja principalmente la deuda pública y las IED, sigue una tendencia favorable. Ha habido aumentos de las cuotas de mercado de las exportaciones en 2016. Sin embargo, se han registrado reducciones de la competitividad de costes. El TCRE se ha apreciado en los últimos años y se ha registrado un fuerte aumento de los costes laborales unitarios, que se espera disminuya un tanto en los próximos años con el incremento previsto de la productividad. La deuda pública y privada siguen registrando unos niveles relativamente bajos y estables. Los precios reales de la vivienda han aumentado, pero a partir de un nivel bajo. El desempleo está disminuyendo y ahora se sitúa por debajo del umbral.

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



Fuente: servicios de la Comisión

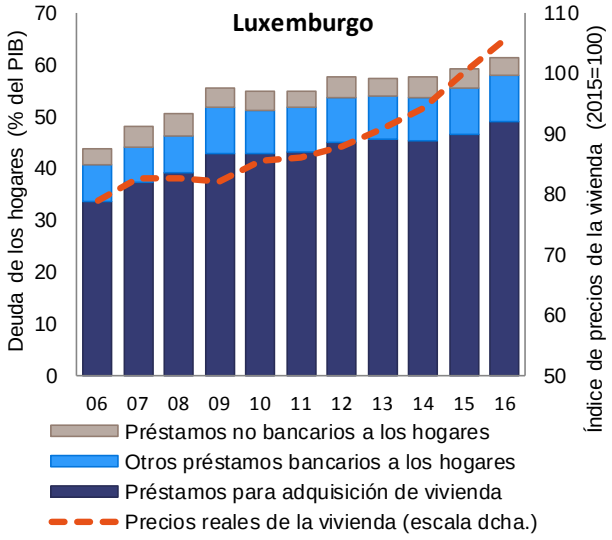
En general, la lectura económica pone de relieve problemas relativos a la competitividad de costes, pero los riesgos se mantienen limitados. En conclusión, la Comisión no procederá por el momento a un análisis más exhaustivo en el contexto

del PDM.

Luxemburgo: En el anterior ciclo del PDM, *no* se detectaron *desequilibrios macroeconómicos* en Luxemburgo. En el cuadro de indicadores actualizado, algunos indicadores rebasan el umbral indicativo, a saber: la deuda del sector privado y el aumento de la tasa de desempleo juvenil.

El sector exterior sigue mostrando superávits de la balanza por cuenta corriente globalmente estables y una PIIN positiva, cuyas variaciones reflejan, en gran medida, la posición del país como centro financiero internacional, más que el dinamismo de la economía nacional. Los aumentos acumulados en los mercados de exportación han sido amplios, siendo favorecidos por la creciente estabilidad de la competitividad de costes, respaldada a su vez por una evolución moderada de los costes laborales unitarios. Durante muchos años consecutivos, los precios reales de la vivienda han seguido subiendo a un ritmo relativamente elevado, y requieren una estrecha atención. Esta subida ha estado respaldada por el dinamismo del mercado laboral, junto con la magnitud de los flujos migratorios netos y unas condiciones financieras favorables, mientras que la oferta se ha mantenido relativamente limitada. La asequibilidad de la vivienda se sigue deteriorando a la luz de unos precios en constante aumento. Mientras que el endeudamiento de las empresas está relacionado principalmente con préstamos internacionales entre empresas, el nivel de la deuda de los hogares, compuesta sobre todo de deuda hipotecaria, ha aumentado de forma continuada, lo que refleja la subida de los precios de la vivienda. No obstante, los riesgos para la estabilidad financiera del país se ven mitigados por la solidez del sector bancario. La deuda pública se mantiene a un nivel muy bajo. En un contexto de fuerte crecimiento, se están endureciendo las condiciones del mercado laboral y está disminuyendo el desempleo.

Gráfico A15: ***Deuda de los hogares e índice de precios de la vivienda***

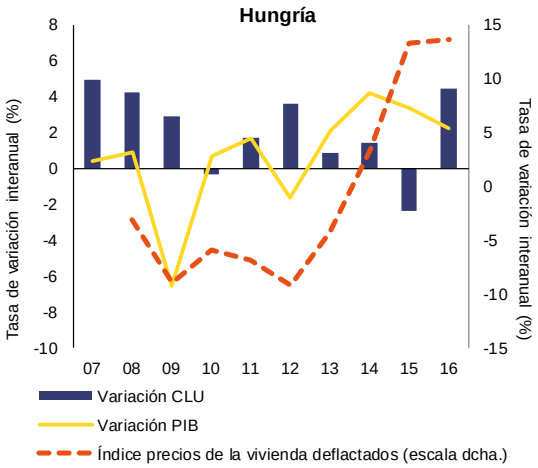


Fuente: Eurostat y BCE

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

Hungría: En el anterior ciclo del PDM, *no se detectaron desequilibrios macroeconómicos* en Hungría. En el cuadro de indicadores actualizado, algunos indicadores rebasan el umbral indicativo, a saber: la posición de inversión internacional neta (PIIN), los precios reales de la vivienda y la variación anual del total de pasivos del sector financiero.

Gráfico A16: ***PIB, CLU y precios de la vivienda***



Fuente: Servicios de la Comisión.

La balanza por cuenta corriente se mantiene en una situación de superávit que ha implicado una mejora sostenida en la PIIN negativa. Ha habido aumentos de las cuotas de mercado de las exportaciones, favorecidos por una industria automovilística en expansión. Sin embargo, la competitividad de costes se ha deteriorado, como refleja el fuerte incremento de los costes laborales unitarios. La deuda privada sigue disminuyendo. En el sector empresarial, el ritmo de desapalancamiento se ha ralentizado al reforzarse el crecimiento económico, y los préstamos a las empresas han empezado a recuperarse. Hay indicios de la aparición de restricciones de capacidad y presiones sobre los precios en la economía, situación que requiere atención. En particular, los precios reales de la vivienda han seguido aumentando rápidamente, aunque a partir de unos niveles infravalorados. No obstante, la aún elevada proporción de préstamos hipotecarios no productivos podría verse favorecida por una recuperación del mercado de la vivienda al mejorar su comerciabilidad. La deuda pública solo está disminuyendo lentamente. El sector bancario ha mejorado su rentabilidad y su capacidad de resistencia. El aumento de los pasivos del sector financiero está ligado a una transacción puntual de gran volumen realizada por una entidad con fines especiales, sin efectos sobre el crédito interno. El desempleo siguió disminuyendo en 2016 y se siguen endureciendo las condiciones del mercado laboral

En general, la lectura económica pone de relieve problemas asociados al comportamiento del sector exterior y del sector bancario, pero los riesgos parecen limitados. La Comisión no procederá por el momento a un análisis más exhaustivo en el contexto del PDM.

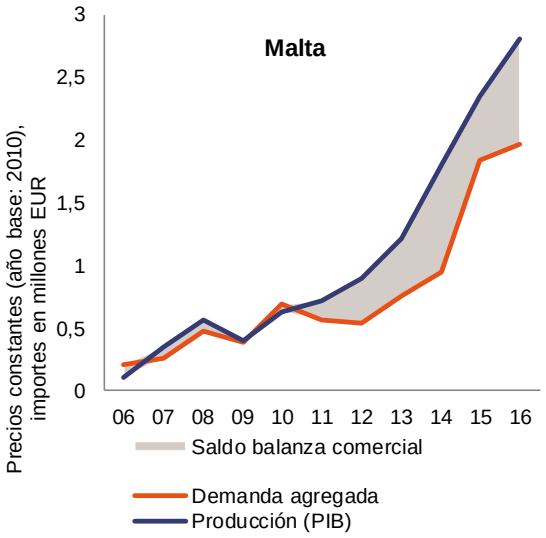
Malta: En el anterior ciclo del PDM, *no* se detectaron *desequilibrios macroeconómicos* en Malta. En el cuadro de indicadores actualizado, el saldo de la balanza por cuenta corriente rebasa su umbral indicativo.

A pesar de la rápida expansión de la demanda interna, el ya elevado superávit de la balanza por cuenta corriente siguió aumentando en 2016, rebasando actualmente el umbral indicativo. La posición de inversión internacional neta es claramente positiva. La evolución de la competitividad de costes ha sido favorable. La subida de los costes laborales unitarios se ha contenido gracias a las moderadas subidas salariales y al incremento relativamente fuerte de la productividad laboral. La evolución del TCRE ha sido estable. La ratio de deuda del sector privado fue estable en 2016, pero se sigue produciendo un desapalancamiento pasivo debido al fuerte crecimiento. No obstante, el apalancamiento del sector empresarial se mantiene a un nivel elevado. La tasa de aumento del crédito a los hogares se ha mantenido prácticamente estable. La ratio deuda pública / PIB ha seguido una firme tendencia a la baja, situándose ahora por debajo del umbral. El floreciente marco económico y algunos estrangulamientos en la canalización del ahorro interno hacia la inversión han contribuido a la reactivación del

mercado de la vivienda. Los precios de la vivienda han aumentado continuamente, y esta situación requiere atención. La calidad de los activos del sector bancario nacional está mejorando y las reservas de capital disponibles parecen suficientes para absorber los riesgos inmediatos que podrían surgir del mercado de la vivienda. El fuerte crecimiento del empleo ha seguido acompañado por una reducción del desempleo.

De forma general, la lectura económica apunta a un fuerte dinamismo de la balanza por cuenta corriente y del mercado de la vivienda en un contexto de fuerte crecimiento, pero los riesgos parecen limitados. En conclusión, la Comisión no procederá por el momento a un análisis más exhaustivo en el contexto del PDM.

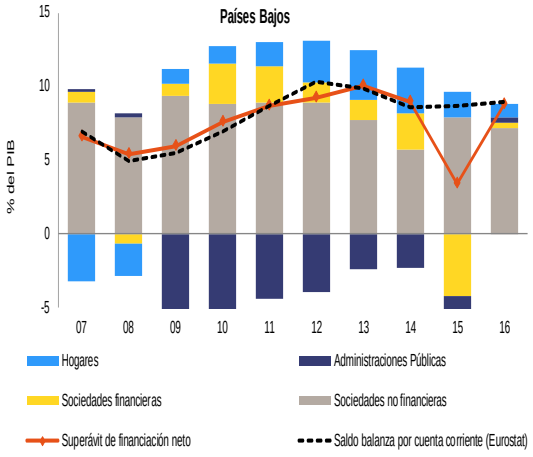
Gráfico A17: ***Demanda, producción y saldo de la balanza comercial***



Fuente: servicios de la Comisión

Países Bajos: En febrero de 2017, la Comisión concluyó que los Países Bajos registraban *desequilibrios macroeconómicos*, particularmente en relación con el alto nivel de deuda de los hogares y el amplio y persistente superávit de la balanza por cuenta corriente. En el cuadro de indicadores actualizado, algunos indicadores rebasan el umbral indicativo, a saber: el saldo de la balanza por cuenta corriente, la deuda del sector privado y la deuda pública.

Gráfico A18: ***Capacidad o necesidad neta de financiación por sector y saldo de la balanza por cuenta corriente***



Fuente: Eurostat

El superávit por cuenta corriente actual se mantiene en un nivel muy superior al umbral indicativo. El superávit obedece también a un exceso de ahorro de las sociedades no financieras, especialmente de las empresas multinacionales, en un contexto de baja inversión y distribución moderada de los beneficios empresariales. El impacto agregado procedente de otros sectores se mantiene contenido. La mejora de la inversión de los hogares ha compensado con creces los efectos sobre la balanza por cuenta corriente derivados de la evolución reciente del saldo presupuestario. La PIIN es positiva y sigue aumentando. Los indicadores de la competitividad de costes han sido favorables, lo que refleja particularmente la moderación de las subidas salariales. El nivel de deuda privada es elevado, cabiendo destacar el alto nivel de la deuda de los hogares en comparación con su renta disponible. Su endeudamiento sigue estando alimentado por un régimen tributario favorable a la propiedad de la vivienda

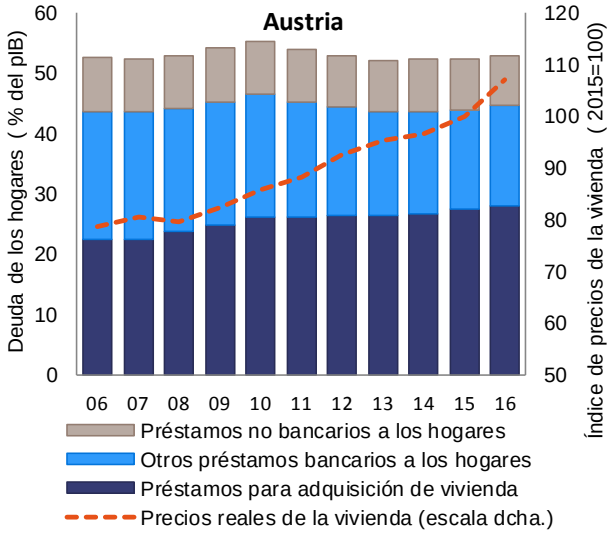
(financiación mediante deuda) y a los bajos tipos de interés de los préstamos hipotecarios. Durante varios años ha tenido lugar un desapalancamiento de los hogares, aunque en su mayor parte se realizó de forma pasiva, pues la reciente actividad del mercado de la vivienda y la subida de los precios de la vivienda han provocado un aumento de la deuda en términos nominales. La ratio de deuda pública está disminuyendo hacia el umbral, siguiendo una tendencia decreciente, y se situará por debajo del umbral del 60 %.

En general, la lectura económica pone de relieve problemas relacionados con la persistencia de desequilibrios entre el ahorro neto y la inversión y con el elevado nivel de endeudamiento privado. En conclusión, la Comisión, teniendo en cuenta particularmente el desequilibrio detectado en marzo, considera conveniente examinar más a fondo la persistencia de los desequilibrios o su corrección.

Austria: En el anterior ciclo del PDM, *no se detectaron desequilibrios macroeconómicos* en Austria. En el cuadro de indicadores actualizado, algunos indicadores rebasan el umbral indicativo, a saber: los precios reales de la vivienda, la deuda pública y la variación del desempleo de larga duración.

La balanza por cuenta corriente se estabilizó a un nivel moderado en 2016, mientras que la posición de inversión internacional neta se mantuvo próxima al equilibrio. Las cuotas de mercado de las exportaciones también se han estabilizado en los últimos años, favorecidas por la competitividad de costes, ya que el tipo de cambio real efectivo se mantuvo prácticamente invariado y los costes laborales unitarios sufrieron una desaceleración debido a la limitada subida de los salarios. Los precios reales de la vivienda, al alza desde 2009, se incrementaron significativamente en 2016, si bien a partir de entonces se han moderado. Aunque la subida de los precios no parece haber estado impulsada por el crédito, la cuestión requiere un estrecho seguimiento. La deuda del sector privado, que se mantiene por debajo del umbral, pero próxima al mismo, se modificó ligeramente en proporción del PIB. Se estima que la deuda pública ha iniciado una tendencia decreciente, gracias particularmente a la cesión de activos deteriorados de instituciones financieras nacionalizadas. La situación del sector bancario ha mejorado notablemente en 2016: los bancos siguieron reduciendo su volumen de préstamos no productivos y sus ratios de capital se están acercando lentamente a las de sus socios de la UE. Es probable que la tasa de desempleo haya tocado techo en 2016, y se espera que disminuya lentamente gracias a la fuerte expansión del empleo. Aunque han aumentado ligeramente, el desempleo de larga duración y el desempleo juvenil se mantienen a unos niveles relativamente bajos.

Gráfico A19: ***Deuda de los hogares e índice de precios de la vivienda***



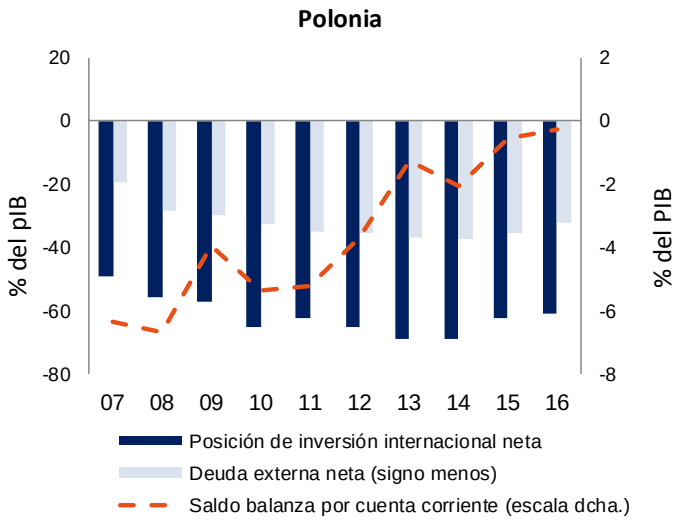
Fuente: Eurostat y BCE

En general, la lectura económica pone de relieve problemas relacionados con la vivienda y el sector bancario, pero los riesgos parecen limitados. En conclusión, la Comisión no procederá por el momento a un análisis más exhaustivo en el contexto del PDM.

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

El déficit de la balanza por cuenta corriente ha continuado disminuyendo y acercándose al nivel de equilibrio. La PIIN, que se mantiene en valores negativos elevados, mejoró marginalmente en 2016. Las vulnerabilidades exteriores son limitadas, dado que las inversiones extranjeras directas representan una parte importante de los pasivos exteriores, mientras que la deuda externa ha seguido disminuyendo gradualmente. En 2016, se aceleró el aumento en las cuotas de mercado de las exportaciones, mientras que se reforzaron los indicadores de la competitividad de costes. La deuda privada y la deuda pública aumentaron en 2016, aunque seguían a un nivel relativamente bajo. El sector bancario polaco está relativamente bien capitalizado, tiene liquidez y es rentable, aunque el gran volumen de préstamos denominados en moneda extranjera aumenta su vulnerabilidad. La situación del mercado laboral se mantiene sólida y ha mejorado gracias a nuevas disminuciones de la tasa de desempleo y las consiguientes mejoras de los indicadores de pobreza.

Gráfico A20: ***PIIN y saldo de la balanza por cuenta corriente***



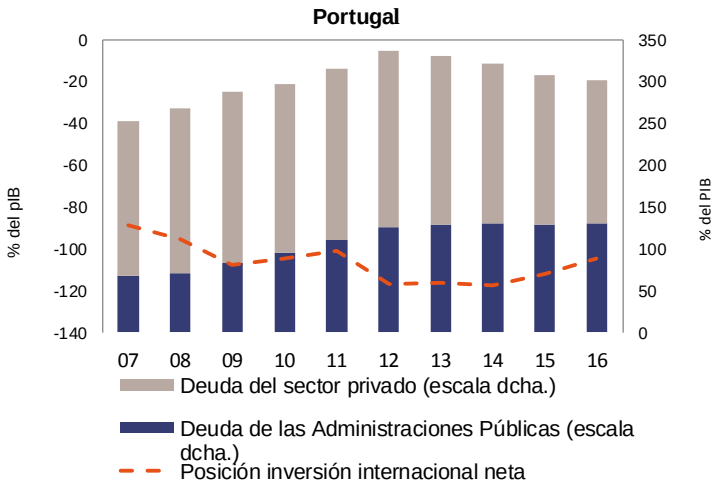
Fuente: servicios de la Comisión

En general, la lectura económica pone de relieve problemas relacionados con la posición de inversión exterior, aunque los riesgos globales se mantienen limitados. En conclusión, la Comisión no procederá por el momento a un análisis exhaustivo en el contexto del PDM.

Portugal: En febrero de 2017, la Comisión llegó a la conclusión de que Portugal estaba experimentando *desequilibrios macroeconómicos excesivos*, relacionados en particular con el gran volumen de pasivos exteriores, la deuda pública y privada, las vulnerabilidades del sector bancario y el proceso de ajuste del mercado laboral en un contexto de bajo incremento de la productividad. En el cuadro de indicadores actualizado, algunos indicadores rebasan el umbral indicativo, a saber: la posición de inversión internacional neta (PIIN), la deuda pública, la deuda privada, el desempleo y los precios de la vivienda.

La balanza por cuenta corriente ha mantenido un pequeño superávit durante los últimos años que ha contribuido a una reducción gradual de la PIIN negativa. Sin embargo, el ritmo de ajuste sigue siendo insuficiente para inducir una posición exterior más sostenible. Tras haber mejorado en los años anteriores, la competitividad de precios se deterioró moderadamente en 2016, pero las exportaciones mantuvieron un buen comportamiento. Tanto la deuda pública como la privada se mantienen muy elevadas, lo que impone una elevada carga de intereses, mientras que la parte de la inversión en la economía es muy baja. Aunque el sector privado está siguiendo un proceso de desapalancamiento relativamente rápido, la ratio de deuda pública se ha mantenido bastante estable en los últimos años, aunque se espera que a partir de ahora disminuya gradualmente. El alto, aunque decreciente, volumen de préstamos no productivos, la baja rentabilidad y las reducidas ratios de capital ponen de relieve las vulnerabilidades del sector bancario. El mercado laboral está mejorando sustancialmente, pero aún afronta problemas relacionados con las capacidades y la segmentación del mercado. Por otra parte, el débil comportamiento de la productividad está limitando el potencial de crecimiento del país.

Gráfico A21: ***PIIN, deuda privada y deuda pública***



Fuente: Eurostat

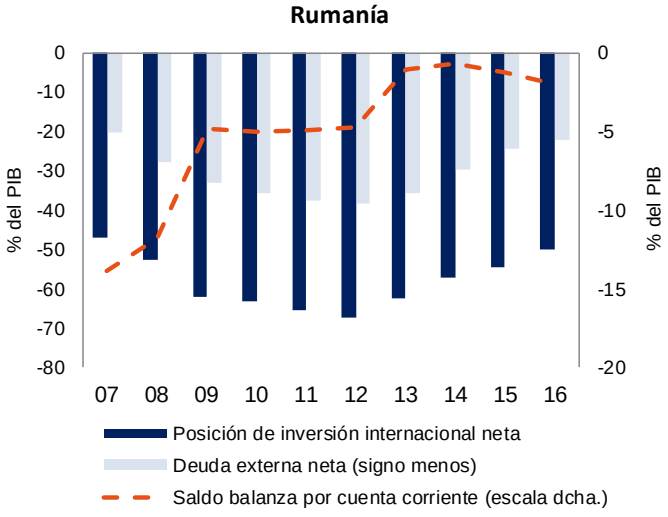
En general, la lectura económica pone de relieve problemas relacionados con los desequilibrios en las variables stock y su ritmo de ajuste, en particular la deuda externa, la deuda pública y la deuda privada, la vulnerabilidad del sector bancario y el débil crecimiento de la productividad, junto con cierta rigidez en el mercado laboral. En conclusión, la Comisión, teniendo en cuenta particularmente el desequilibrio excesivo detectado en febrero, considera conveniente examinar más a fondo la persistencia de riesgos macroeconómicos y supervisar los avances en la corrección de los desequilibrios excesivos.

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

El déficit de la balanza por cuenta corriente se deterioró en 2016 como consecuencia del fuerte consumo privado, pero el fuerte crecimiento del PIB permitió una mejora de la PIIN negativa, especialmente reduciendo la deuda exterior neta. En el contexto de una dinámica de recuperación, la mayor parte de la PIIN guarda relación con los pasivos netos de las inversiones extranjeras directas, lo cual mitiga los riesgos externos. El aumento de las cuotas de mercado de las exportaciones se mantiene sólido, habiéndose registrado aumentos sustanciales en 2016 a pesar de un deterioro de la competitividad de costes. Se prevé que las subidas salariales sigan siendo substanciales a medio plazo, lo que podría ejercer una presión adicional sobre la competitividad de costes. La deuda del sector privado es moderada y está

disminuyendo. La corrección de los precios reales de la vivienda invirtió su tendencia en 2015, acelerándose de nuevo los precios en 2016. El sector bancario mantiene un nivel adecuado de capitalización y liquidez. Los préstamos no productivos parecen seguir una firme tendencia a la baja y no parecen plantear un riesgo para la estabilidad financiera, a pesar de unos niveles aún relativamente altos. La deuda pública disminuyó ligeramente en 2016 y se mantiene a un nivel relativamente bajo. No obstante se prevé que el déficit presupuestario se mantenga elevado a medio plazo, lo que afectaría negativamente a la dinámica de la deuda pública. La tasa de desempleo disminuyó en 2016, lo que refleja un aumento de las tensiones en el mercado laboral, mientras que la tasa de actividad disminuyó un tanto a pesar del fuerte crecimiento económico.

Gráfico A22: ***PIIN y saldo de la balanza por cuenta corriente***



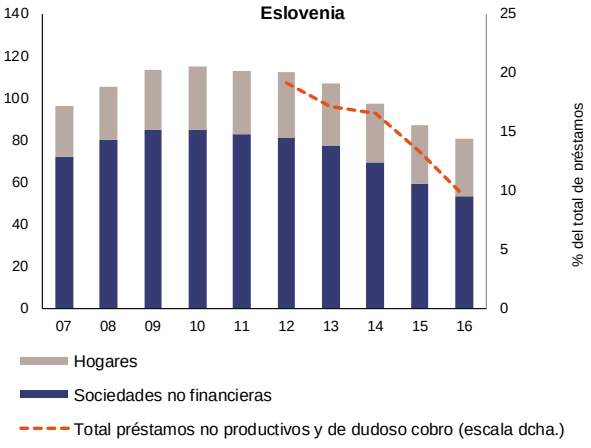
Fuente: servicios de la Comisión

En general, la lectura económica pone de relieve problemas asociados a la posición exterior y a la sostenibilidad de la política presupuestaria, pero los riesgos macroeconómicos parecen limitados. La Comisión no procederá por el momento a un análisis más exhaustivo en el contexto del PDM.

Eslovenia: En febrero de 2017, la Comisión concluyó que *Eslovenia estaba experimentando desequilibrios macroeconómicos*, relacionados en particular con riesgos presupuestarios y vulnerabilidades del sector bancario y derivadas del endeudamiento empresarial. En el cuadro de indicadores actualizado, algunos indicadores rebasan el umbral indicativo, a saber: la posición de inversión internacional neta (PIIN) y la deuda pública.

El amplio superávit de la balanza por cuenta corriente siguió aumentando en 2016, mientras que la inversión seguía siendo débil. Como consecuencia de ello, la PIIN negativa ha mejorado sustancialmente y ahora se encuentra muy próxima al umbral. Las cuotas de mercado de las exportaciones aumentaron en 2016, respaldadas por un crecimiento marginal de los costes laborales unitarios y una apreciación muy baja del tipo de cambio real efectivo. La deuda privada siguió disminuyendo, especialmente en el sector empresarial, mientras que han desaparecido las presiones en favor del desapalancamiento. Sin embargo, la inversión se mantiene a un nivel bajo. El sector bancario se ha estabilizado y su rentabilidad se está recuperando,

Gráfico A23: ***Deuda privada y préstamos no productivos***



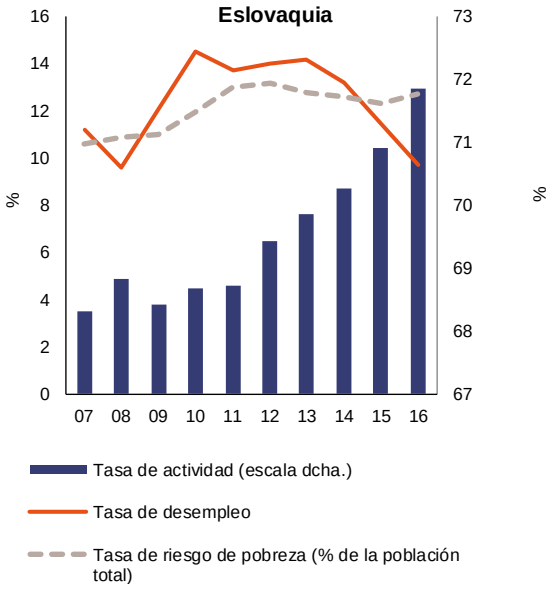
Fuente: Eurostat y BCE.

mientras que la proporción que representan los préstamos no productivos prosigue su tendencia a la baja, esperándose nuevas reducciones. La deuda pública se mantiene elevada, aunque disminuyó en 2016. Los costes asociados al envejecimiento de la población previstos siguen planteando riesgos para la sostenibilidad presupuestaria a medio y largo plazo. El mercado laboral siguió mejorando debido a la continuación del crecimiento del PIB y de las exportaciones. Sin embargo la productividad laboral se mantiene baja.

En general, la lectura económica pone de relieve problemas relativos a la sostenibilidad a largo plazo de las finanzas públicas y el comportamiento del sector bancario. En conclusión, la Comisión, teniendo en cuenta particularmente el desequilibrio detectado en febrero de 2017, considera conveniente examinar más a fondo la persistencia de los desequilibrios o su corrección.

Eslovaquia: En el anterior ciclo del PDM, *no se detectaron desequilibrios macroeconómicos* en Eslovaquia. En el cuadro de indicadores actualizado, algunos indicadores rebasan el umbral indicativo, a saber: la posición de inversión internacional neta (PIIN), los precios reales de la vivienda y el desempleo.

Gráfico A24: ***Mercado de trabajo e indicadores sociales***



Fuente: Eurostat.

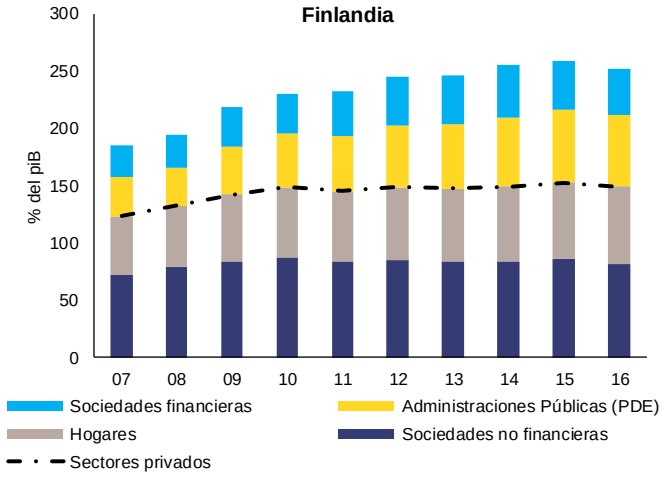
El saldo de la balanza por cuenta corriente pasó a ser ligeramente negativo en 2016, tras haber mejorado durante varios años. La PIIN se mantiene claramente negativa y por encima del umbral indicativo. Sin embargo, los riesgos asociados son limitados, dado que gran parte de los pasivos externos están relacionados con las inversiones extranjeras directas, especialmente en la boyante industria automovilística, mientras que los niveles de deuda externa neta son relativamente bajos. Los costes laborales unitarios nominales siguen incrementándose lentamente, lo que redunda en beneficio de la competitividad y facilita un aumento acentuado de las cuotas de mercado de las exportaciones. Tras años de moderación, la subida de los precios de la vivienda se aceleró en 2016, alimentada por la fuerte expansión del crédito para adquisición de vivienda, que también contribuyó a la tendencia al alza de la ratio de deuda privada. La ratio de deuda pública siguió disminuyendo en 2016, a partir de un nivel ya moderado. El sector bancario, en gran parte en manos extranjeras, se mantuvo resistente y bien capitalizado. Nuevas reducciones del desempleo han venido acompañadas por aumentos de la tasa de participación, al haber mejorado las perspectivas de empleo de personas que anteriormente eran inactivas. Sin embargo, aunque está mejorando, la situación de desempleo de los jóvenes y los grupos desfavorecidos es un problema pendiente.

En general, la lectura económica pone de relieve problemas relacionados con la evolución en el mercado de la vivienda, aunque los riesgos son limitados, mientras que el desempleo estructural sigue representando un reto. En conclusión, la Comisión no procederá por el momento a un análisis más exhaustivo en el contexto del PDM.

Finlandia: En febrero de 2017, la Comisión concluyó que Finlandia *ya no experimentaba desequilibrios macroeconómicos*. En el cuadro de indicadores actualizado, algunos indicadores rebasan el umbral indicativo, a saber: las cuotas de mercado de las exportaciones, la deuda del sector privado y la deuda pública y el aumento del desempleo de larga duración.

El déficit de la balanza por cuenta corriente empeoró un tanto en 2016 debido al aumento de la demanda interna, pero se espera que mejore en los próximos años. Tras unos cuantos años en los que había sufrido cierto deterioro a causa de los efectos de valoración, la posición de inversión internacional neta mejoró en 2016. Las pérdidas acumuladas de cuota de mercado de las exportaciones disminuyeron en 2016, favorecidas por la reciente mejora global de los indicadores de la competitividad de coste: ligera mejora de los costes laborales nominales e incremento de la productividad. No obstante, la competitividad no relacionada con los costes sigue siendo un problema de importancia. La ratio deuda privada / PIB disminuyó ligeramente en 2016, pero se mantiene a un nivel elevado. La expansión del crédito al sector privado se ha ralentizado recientemente, aunque las favorables condiciones crediticias, los bajos tipos de interés y las mejores perspectivas económicas podrían acelerar la actividad de crédito en el futuro, lo cual podría limitar el desapalancamiento. El sector financiero sigue bien capitalizado, lo cual limita los riesgos para la estabilidad financiera, mientras que los indicadores relativos a las hipotecas y al mercado de la vivienda apuntan a unos riesgos reducidos para la deuda de los hogares. La política presupuestaria del Gobierno y las mejores perspectivas económicas deberían contribuir a reducir la ratio de deuda pública, que se estabilizó en 2016. El empleo aumentó progresivamente y la tasa de desempleo disminuyó en 2016 a raíz del aumento de la actividad económica. El desempleo juvenil ha comenzado a disminuir recientemente y el desempleo de larga duración se estabilizó en 2016.

Gráfico A25: ***Desglose de la deuda por sectores económicos***



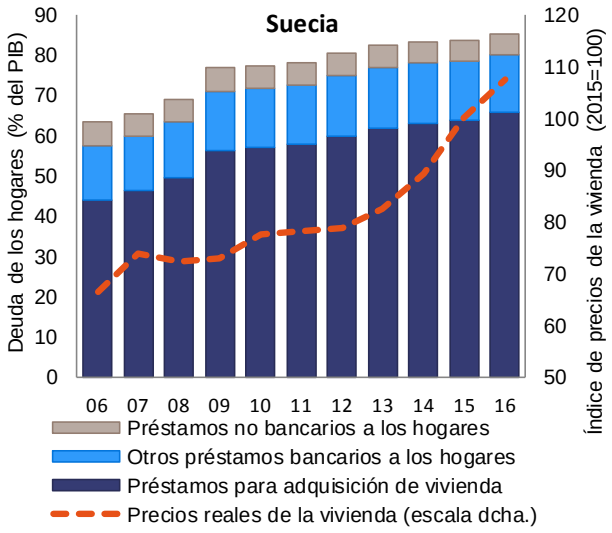
Fuente: Eurostat

En general, la lectura económica pone de relieve retos relacionados con la competitividad y la deuda del sector privado, pero señala tendencias de mejora y riesgos limitados. En conclusión, la Comisión no procederá por el momento a un análisis más exhaustivo en el contexto del PDM.

Suecia: En febrero de 2007, la Comisión llegó a la conclusión de que Suecia *experimentaba desequilibrios macroeconómicos*, relacionados en particular con unas subidas persistentes de los precios de la vivienda a partir de unos niveles ya sobrevalorados, junto con un aumento constante de la deuda de los hogares. En el cuadro de indicadores actualizado, algunos indicadores rebasan el umbral indicativo, a saber: las cuotas de mercado de las exportaciones, la deuda del sector privado y la subida de los precios de la vivienda.

El superávit de la balanza por cuenta corriente se mantiene elevado, aunque ligeramente por debajo del umbral, lo que refleja principalmente un elevado nivel de ahorro privado. La posición de inversión internacional neta ha seguido mejorando, siendo ahora claramente positiva. Las pérdidas acumuladas de cuota de mercado de las exportaciones se mantienen por encima del umbral, pero la tendencia a medio plazo apunta a una mejora gradual en un contexto de ralentización del comercio mundial. Estas pérdidas de cuota fueron causadas por la debilidad de la demanda externa más que por problemas de competitividad, ya que se contuvo la subida de los costes laborales unitarios. La deuda del sector privado es globalmente estable, situándose en un alto nivel, y los posibles riesgos guardan relación principalmente con la deuda de los hogares. Esta está aumentando continuamente, lo que implica riesgos para la estabilidad macroeconómica en razón de la subida de los precios de la vivienda. Los precios de la vivienda y el endeudamiento de los hogares han sido notablemente estimulados por un régimen tributario favorable a la propiedad de la vivienda (financiada mediante deuda), unos bajos tipos de interés hipotecarios y algunas características específicas del mercado hipotecario sueco. Por el lado de la oferta, las restricciones impuestas a las nuevas construcciones siguen siendo problemáticas, aunque la inversión en vivienda continúa creciendo rápidamente. A pesar de su exposición a la deuda de los hogares, los riesgos de los bancos parecen actualmente controlados, ya que la rentabilidad y la calidad de los activos se mantienen elevadas. El desempleo presenta una tendencia ligeramente decreciente, apoyada por la mejora de las condiciones de crecimiento.

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



Fuente: Eurostat y BCE.

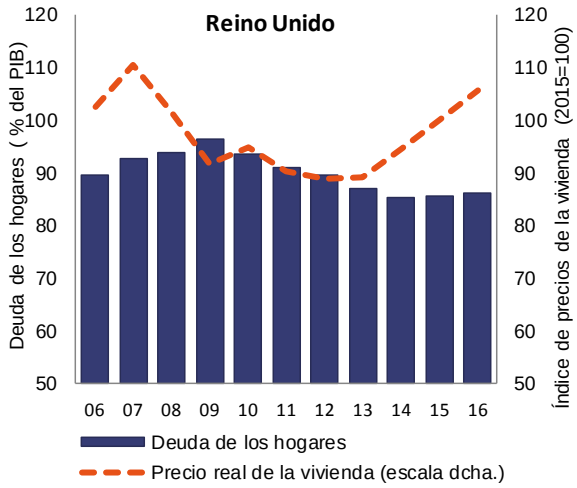
En general, la lectura económica pone de relieve problemas relacionados con el alto nivel de deuda privada y la evolución del sector de la vivienda. En conclusión, la Comisión, teniendo en cuenta particularmente el desequilibrio detectado en febrero, considera conveniente examinar más a fondo la persistencia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

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

La depreciación de la libra esterlina en 2016 mejoró significativamente la posición de inversión internacional neta del Reino Unido, situándola en un nivel próximo al equilibrio. Sin embargo aunque la competitividad de precios, medida por el tipo de cambio real efectivo, ha aumentado de forma acusada debido a la depreciación de la libra esterlina, hasta la fecha los efectos de la depreciación de la libra sobre los flujos comerciales netos han sido decepcionantes. El substancial déficit de la balanza por cuenta corriente persistió en 2016, exponiendo al Reino Unido a necesidades significativas de financiación exterior. Tras varios

años de desapalancamiento gradual, la ratio deuda privada / PIB ha repuntado y se mantiene a un nivel elevado. En particular, la deuda de los hogares sigue requiriendo un estrecho seguimiento. Los precios reales de la vivienda continuaron aumentando a partir de unos niveles ya elevados, pero para el futuro se esperan subidas moderadas. La deuda pública se mantuvo prácticamente estable en 2016, pero la elevada ratio deuda pública / PIB sigue siendo motivo de preocupación. El fuerte crecimiento del empleo siguió acompañando por una reducción del desempleo, aunque la productividad del trabajo sigue siendo baja.

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



Fuente: Eurostat

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

Cuadro 1.1: Cuadro de indicadores del PDM 2015

	Desequilibrios externos y competitividad					Desequilibrios internos						Indicadores de empleo[1]		
Año 2016	**Saldo de la balanza por cuenta corriente (% del PIB)** (media de 3 años)	**Posición de inversión internacional neta** (% del PIB)	**Tipo de cambio real efectivo - 42 socios comerciales, deflactor IPCA** (variación porcentual 3 años)	**Cuota de mercado de las exportaciones (% de las exportaciones mundiales)** (variación porcentual 5 años)	**Índice CLU nominales (2010=100)** (variación porcentual 3 años)	**Índice precios de la vivienda (2015=100) deflactados** (variación porcentual 1 año)	**Flujo de crédito al sector privado, datos consolidados** (% del PIB)	**Deuda del sector privado, datos consolidados** (% del PIB)	**Deuda bruta Administraciones Públicas** (% del PIB)	**Tasa de desempleo** (media de 3 años)	**Pasivos totales del sector financiero, datos no consolidados** (variación porcentual 1 año)	**Tasa de actividad en % de la población total de 15-64 años** (variación en puntos porcentuales 3 años)	**Tasa de desempleo de larga duración en % de la población activa de 15-74 años** (variación en puntos porcentuales 3 años)	**Tasa de desempleo juvenil en % de la población activa de 15-24 años** (variación en puntos porcentuales 3 años)
Umbrales	-4/6 %	-35 %	±5 % (ZE) ±11 % (no-ZE)	-6 %	9 % (ZE) 12 % (no-ZE)	6 %	14 %	133 %	60 %	10 %	16,5 %	-0,2 pp	0,5 pp	2 pp
BE	-0,3	51,2	-0,4	-2,3	-0,6	1,0p	13,3	190,1	105,7	8,3	1,2	0,1	0,1	-3,6
BG	1,8	-47,0	-4,7	8,2	9,5p	7,1p	4,0	104,9	29,0	9,4	11,1	0,3	-2,9	-11,2
CZ	0,5	-24,6	-3,7	2,9	2,9	6,7p	4,4	68,7	36,8	5,1	14,5	2,1	-1,3	-8,4
DK	8,4	54,8	-1,5	-4,2	3,4	4,2	-10,4	210,7	37,7	6,3	3,3	1,9r	-0,4r	-1,0
DE	8,1	54,4	-2,6	2,8	5,2	5,4	3,8	99,3	68,1	4,6	5,2	0,3	-0,6	-0,7
EE	1,4	-37,1	4,5	-0,7	13,4	3,8	5,9	115,4	9,4	6,8	7,2	2,4	-1,7	-5,3
IE	5,5	-176,2	-6,6	59,8	-20,5	6,6p	-19,0	278,1	72,8	9,5	2,5	0,7	-3,6	-9,6
EL	-1,0	-139,4	-3,9	-19,0	-3,3p	-2,0e	-1,7p	124,7p	180,8	25,0	-16,6	0,7	-1,5	-11,0
ES	1,4	-83,9	-4,3	2,2	0,4p	4,7	-1,0p	146,7p	99,0	22,1	0,9	-0,1	-3,5	-11,1
FR	-0,7	-15,7	-3,1	-2,4	1,4p	1,0	6,2p	146,9p	96,5	10,3	4,3	0,7	0,2	-0,3
HR	2,9	-70,1	0,1	8,1	-5,9d	2,1	-0,1e	106,1e	82,9	15,6	2,5	1,9	-4,4	-18,1
IT	2,1	-9,8	-3,4	-2,8	1,9	-0,8p	0,6	113,6	132,0	12,1	3,2	1,5	-0,2	-2,2
CY	-3,6	-127,8	-6,5	-3,0	-6,2p	1,6	10,2p	344,6p	107,1	14,7	0,7	-0,2	-0,3	-9,8
LV	-0,3	-58,9	4,9	9,3	16,5	7,4	0,3	88,3	40,6	10,1	5,8	2,3	-1,7	-5,9
LT	-0,3	-43,2	5,4	5,4	14,7	4,5	4,3	56,2	40,1	9,2	16,3	3,1	-2,1	-7,4
LU	5,0	34,7	-1,5	26,2	2,5	5,9	1,5	343,6	20,8	6,3	7,5	0,1	0,4	2,2
HU	3,6	-65,0	-5,0	-0,4	3,3	13,6	-3,6	77,0	73,9	6,5	19,5	5,4	-2,5	-13,7
MT	6,7	47,6	-2,5	8,7	-0,1	4,8p	11,1	128,4	57,6	5,3	1,7	4,1	-1,0	-2,0
NL	8,8	69,1	-2,3	0,1	-1,1p	4,4	1,5p	221,5p	61,8	6,8	5,3p	0,3	0,0	-2,4
AT	2,2	5,6	1,0	-4,0	5,8	7,2	3,2	124,0	83,6	5,8	-2,4	0,7	0,6	1,5
PL	-1,0	-60,7	-5,0	18,1	2,1p	2,5	4,7	81,6	54,1	7,6	8,9	1,8	-2,2	-9,6
PT	0,3	-104,7	-1,9	5,8	0,9p	6,1	-2,2p	171,4p	130,1	12,6	-0,2	0,7	-3,1	-9,9
RO	-1,3	-49,9	-2,5	23,6	6,0p	6,5	0,6p	55,8p	37,6	6,5	7,6	0,7	-0,2	-3,1
SI	5,1	-36,9	-0,5	4,0	0,7	3,6	-0,8	80,5	78,5	8,9	3,2	1,1	-0,9	-6,4
SK	-0,7	-62,4	-1,6	7,3	3,5	7,0	9,2	94,7	51,8	11,5	8,5	2,0	-4,2	-11,5
FI	-1,2	-2,3	0,5	-14,1	2,1	-0,3	2,2	149,3	63,1	9,0	4,5	0,7	0,6	0,2
SE	4,6	11,2	-9,2	-7,9	2,0	7,6	7,6	188,5	42,2	7,4	9,0	1,0	-0,1	-4,7
UK	-5,5	-1,1	0,2	-0,1	3,1	5,5	8,2	168,1	88,3	5,4	11,6	0,9	-1,4	-7,7

e: estimación. p: provisional. r: ruptura de la serie temporal.

1) Para los indicadores de empleo véase la p. 2 del IMA 2016.
2) Índice de precios de la vivienda e = fuente BC de EL
3) Para CLUN, d: los datos de empleo se basan en el concepto de «nacional» y no en el concepto de «internos».
4) Deuda del sector privado, flujo de crédito al sector privado: el descenso de IE respecto de 2015 refleja principalmente la reestructuración y la reubicaciónd e las actividades de las grandes multinacionales.
Fuente: Comisión Europea, Eurostat y DG Asuntos Económicos y Financieros (para el tipo de cambio real efectivo), y el Fondo Monetario Internacional. Perspectivas de la Economía Mundial (para las series de exportaciones mundiales).

Cuadro 2.1: Indicadores auxiliares, 2016

Año 2016	PIB real (variación porcentual 1 año)	Formación bruta de capital fijo (% del PIB)	Gasto interno bruto en I+D (% del PIB)	Balanza por c uenta corriente + balanza por cuenta de capital (capacidad/necesidad neta de financiación) (% del PIB)	Deuda externa neta (% del PIB)	IED en la economía declarante - flujos (% del PIB)	IED en la economía declarante - stocks (% del PIB)	Saldo neto de la balanza de productos energéticos (% del PIB)	Tipo de cambio real efectivo - socios comerciales zona del euro (variación porcentual 3 años)	Comportamiento de las exportaciones respecto de las economías avanzadas (variación porcentual 5 años)	Relación de intercambio (variación porcentual 5 años)	Cuota de mercado de las exportaciones en volumen (variación porcentual 1 año)	Productividad laboral (variación porcentual 1 año)	Índice CLU nominales (2010=100) (variación porcentual 10 años)	Comportamiento de los CLU respecto de la ZE (variación porcentual 10 años)	Índide de precios de la vivienda (2010=100) - nominal (variación porcentual 3 años)	Construcción residencial (% del PIB)	Deuda del sector privado, datos no consolidados (% del PIB)	Apalancamiento del sector financiero, datos no consolidados (ratio deuda/capital, en %)
BE	1,5	23,4	2,5p	0,2	-26,6	8,0	214,5	-2,2	2,1	-5,0	2,0	5,2	0,2	17,6	1,5	3,8p	5,9	225,5	192,6
BG	3,9	18,6	0,8p	7,5	-9,5	2,2	88,3	-2,4	-4,6	5,1	3,0	5,8	3,4p	77,5p	52,1	11,6p	2,7	117,0	475,6
CZ	2,6	25,0	1,7p	2,2	-13,5	3,3	75,0	-2,1	-3,6	-0,0	3,6	2,2	1,3	17,0	-0,9	14,2p	3,7	77,5	530,0
DK	1,7	20,1	2,9e	7,3	-7,3	2,1	52,5	0,0	-0,2	-6,9	2,6	0,2	0,0	20,9	4,4	16,2	4,4	221,3	158,9
DE	1,9	20,0	2,9e	8,4	-14,6	1,5	41,7	-1,5	0,4	-0,1	6,6	0,3	0,6	19,0	3,2	14,5	5,9	105,9	367,2
EE	2,1	22,3	nd	3,0	-11,7	3,2	99,8	-1,0	0,4	-3,5	3,0	1,8	1,8	64,4	38,6	27,3	4,8	126,6	359,1
IE	5,1	31,8	1,2e	2,3	-368,6	25,8	503,3	-1,1	-0,9	55,3	0,4	2,3	2,3	-23,6	-28,8	39,6p	2,1	300,2	72,3
EL	-0,2p	11,7p	1,0p	-0,5	137,5	1,6	16,0	-1,7p	-3,2	-21,2	6,1p	-4,1p	-0,7p	1,9p	-11,5	-14,2e	0,6p	124,7p	1354,2
ES	3,3p	20,0p	nd	2,2	88,8	2,6	59,7	-1,5p	-2,2	-0,7	0,0p	2,5p	0,7p	5,9p	-8,4	8,7	4,6p	165,8p	452,0
FR	1,2p	22,0p	nd	-0,9	37,5	1,7	44,8	-1,4p	0,1	-5,1	6,0p	-0,5p	0,5p	15,9p	-0,1	-2,0	6,0p	188,7p	347,5
HR	3,0e	19,9e	0,9p	3,5	40,9	3,7	57,7	-2,7e	-1,0	5,1	1,7e	3,3e	2,7d	4,3d	-5,1	-3,6	nd	130,6e	375,9
IT	0,9	17,1	nd	2,6	55,1	1,0	25,9	-1,6	-0,7	-5,5	7,5	0,1	-0,3	16,4	0,6	-7,6p	4,4	116,5	751,4
CY	3,0p	17,5p	nd	-4,7	152,0	13,0	1061,6	-3,4p	-3,3	-5,7	0,0p	1,6p	-0,1p	3,0p	-7,9	-2,9p	4,6p	345,6p	76,3
LV	2,1	18,2	0,4p	2,4	28,8	0,9	58,1	-2,3	-0,1	6,2	-0,1	1,8	2,4	56,6	27,2	11,1	2,0	96,9	643,0
LT	2,3	18,9	0,7p	0,4	24,7	2,3	41,3	-2,6	-0,7	2,4	5,6	1,2	0,4	28,0	5,3	16,3	3,0	63,3	547,5
LU	3,1	17,2	nd	4,4	-1875,5	23,2	8938,5	-2,5	-0,2	22,7	-1,0	0,4	0,0	28,4	7,8	16,6	3,2	410,1	54,0
HU	2,2	19,2	1,2	6,2	9,5	55,6	260,8	-3,2	-5,1	-3,2	2,6	1,1	-0,4	23,2	9,1	33,6	2,4	92,5	75,8
MT	5,5	23,8	0,6p	7,4	-222,0	22,3	1736,5	-9,0	2,1	5,6	1,4	1,2	1,8	22,1	6,9	14,6p	3,9	194,8	35,4
NL	2,2p	19,9p	nd	8,8	43,7	19,6	598,9	-0,7p	-0,4	-2,7	1,8p	2,0p	1,1p	14,7p	1,7	9,9	4,0p	231,3p	119,8p
AT	1,5	23,1	3,1p	2,0	19,5	-7,8	66,6	-1,9	2,4	-6,7	2,1	-0,4	0,2	24,1	4,8	17,8	4,2	142,2	191,0
PL	2,9	18,1	nd	0,8	32,1	3,6	50,2	-1,4	-5,5	14,8	4,9	6,5	2,3p	21,1p	2,3	4,4	3,0	86,4	321,0
PT	1,5p	15,3p	1,3p	1,7	94,5	4,5	76,1	-1,6p	0,5	2,8	7,8p	1,8p	-0,1p	2,6p	-11,2	15,1	2,5p	185,0p	394,9
RO	4,6p	22,7p	nd	0,4	22,5	3,3	44,8	-0,9p	-2,6	20,1	4,8p	6,0p	5,5p	44,0p	20,3	6,7	2,5p	57,2p	406,7
SI	3,1	17,6	nd	4,5	29,0	3,2	37,1	-2,1	-1,6	1,1	3,0	4,1	1,2	20,6	1,7	-2,8	2,1	81,1	399,3
SK	3,3	21,2	0,8	0,5	28,4	4,0	65,6	-2,6	-2,0	4,3	-2,2	3,9	0,9	16,1	-1,7	14,0	2,4	92,6	571,6e
FI	1,9	21,5	2,8	-1,3	51,8	-1,8	49,9	-1,4	0,5	-16,5	5,4	-1,0	1,4	26,4	8,1	0,3	6,1	176,4	293,1
SE	3,3	24,0	3,3p	4,4	45,6	2,9	80,3	-0,8	-7,7	-10,5	1,8	1,0	1,6	25,0	8,4	34,4	5,1	231,6	185,3
UK	1,8	16,4	nd	-6,0	nd	11,2	74,5	-0,5	5,1	-2,9	7,3	-1,2	0,4	20,4	2,9	22,4	3,6	168,2	686,6

e: estimado. p: provisional. r: ruptura de la serie temporal. nd: dato no disponible.

Nota: * El salto de nivel se debe al traslado a Irlanda de los balances de grandes empresas multinacionales y a la inclusión de las operaciones correspondientes en la balanza de pagos y en las estadísticas PII de Irlanda.
1) Índice de precios de la vivienda: e = datos del banco central de EL.
2) La fecha límite de transmisión de los datos de 2015 relativos al gasto interno bruto en I+D es el 31 de octubre de 2016;se emplearon para este documento los datos transmitidos a Eurostat hasta el 24 de octubre de 2016.
Fuente: Eurostat, DG Asuntos Económicos y Financieros (para el tipo de cambio real efectivo) y Fondo Monetario Internacional, PEM (para la serie de exportaciones mundiales).

Cuadro 2.1 (continuación): Indicadores auxiliares, 2016

Año 2016	Tasa de desempleo (variación porcentual 1 año)	Tasa de actividad (% de la población total de 15-64 años)	Tasa de desempleo de larga duración (% de la población activa de 15-74 años)	Tasa de desempleo juvenil (% de la población activa de 15-24 años)	Jóvenes que ni trabajan ni estudian ni reciben formación (% de la población total de 15-24 años)		Personas en riesgo de pobreza o/y exclusión social (% de la población total)		Personas en riesgo de pobreza tras las transferencias sociales (% de la población total)		Personas en situación de privación material grave (% de la población total)		Personas que viven en hogares con muy baja intensidad de trabajo (% de la población total de 0-59 años)	
					%	Variación en puntos porcentuales (3 años)	%	Variación en puntos porcentuales (3 años)	%	Variación en puntos porcentuales (3 años)	%	Variación en puntos porcentuales (3 años)	%	Variación en puntos porcentuales (3 años)
BE	1,3	67,6	4,0	20,1	9,9	-2,8	20,7	-0,1	15,5	0,4	5,5	0,4	14,6	0,6
BG	0,5p	68,7	4,5	17,2	18,2	-3,4	40,4r	-7,6r	22,9r	1,9r	31,9r	-11,1r	11,9r	-1,1r
CZ	1,3	75,0	1,7	10,5	7,0	-2,1	13,3	-1,3	9,7	1,1	4,8	-1,8	6,7	-0,2
DK	1,7	80,0r	1,4r	12,0	5,8r	-0,2r	16,7	-1,6	11,9	0,0	2,6	-1,0	10,6	-1,3
DE	1,3	77,9	1,7	7,1	6,7	0,4	19,7	-0,6	16,5	0,4	3,7	-1,7	9,6	-0,3
EE	0,3	77,5	2,1	13,4	9,1	-2,2	24,4	0,9	21,7	3,1	4,7	-2,9	5,8	-2,6
IE	2,8	70,5	4,2	17,2	13,0	-3,1	nd	nd	nd	nd	7,5e	-2,4e	nd	nd
EL	0,5p	68,2	17,0	47,3	15,8	-4,6	35,6	-0,1	21,2	-1,9	22,4	2,1	17,2	-1,0
ES	2,5p	74,2	9,5	44,4	14,6	-4,0	27,9	0,6	22,3	1,9	5,8	-0,4	14,9	-0,8
FR	0,6p	71,4	4,6	24,6	11,9	0,7	18,2	0,1	13,6	-0,1	4,4	-0,5	8,4	0,3
HR	0,3d	65,6	6,6	31,8	16,9	-2,7	27,9	-2,0	19,5	0,0	12,5	-2,2	13,0	-1,8
IT	1,3	64,9	6,7	37,8	19,9	-2,3	nd	nd	nd	nd	11,9p	-0,4p	nd	nd
CY	3,1p	73,4	5,8	29,1	16,0	-2,7	27,7	-0,1	16,1	0,8	13,6	-2,5	10,6	2,7
LV	-0,3	76,3	4,0	17,3	11,2	-1,8	28,5	-6,6	21,8	2,4	12,8	-11,2	7,2	-2,8
LT	2,0	75,5	3,0	14,5	9,4	-1,7	30,1	-0,7	21,9	1,3	13,5	-2,5	10,2	-0,8
LU	3,0	70,0	2,2	19,1	5,4	0,4	nd	nd	nd	nd	2,0e	0,2e	nd	nd
HU	2,6	70,1	2,4	12,9	11,0	-4,5	26,3	-8,5	14,5	-0,5	16,2	-11,6	8,2	-5,4
MT	3,7	69,1	1,9	11,0	8,5	-1,4	20,1	-3,9	16,5	0,8	4,4	-5,1	7,3	-1,7
NL	1,1p	79,7	2,5	10,8	4,6	-1,0	16,7r	0,8r	12,7r	2,3r	2,6r	0,1r	9,7r	0,4r
AT	1,2	76,2	1,9	11,2	7,7	0,4	18,0	-0,8	14,1	-0,3	3,0	-1,2	8,1	0,3
PL	0,6p	68,8	2,2	17,7	10,5	-1,7	21,9	-3,9	17,3	0,0	6,7	-5,2	6,4	-0,8
PT	1,6p	73,7	6,2	28,2	10,6	-3,5	25,1	-2,4	19,0	0,3	8,4	-2,5	9,1	-3,1
RO	-0,9p	65,6	3,0	20,6	17,4	0,4	38,8p	-3,1p	25,3p	2,3p	23,8	-6,0	8,2	0,6
SI	1,9	71,6	4,3	15,2	8,0	-1,2	18,4	-2,0	13,9	-0,6	5,4	-1,3	7,4	-0,6
SK	2,4	71,9	5,8	22,2	12,3	-1,4	18,1	-1,7	12,7	-0,1	8,2	-2,0	6,5	-1,1
FI	0,5	75,9	2,3	20,1	9,9	0,6	16,6	0,6	11,6	-0,2	2,2	-0,3	11,4	2,4
SE	1,7	82,1	1,3	18,9	6,5	-1,0	18,3	1,9	16,2	1,4	0,8	-0,6	8,5	1,4
UK	1,4	77,3	1,3	13,0	10,9	-2,3	22,2	-2,6	15,9	0,0	5,2	-3,1	11,3	-1,9

e: estimación. p: provisional. r: ruptura de la serie temporal.

Nota:
1) Jóvenes que ni trabajan, ni estudian, ni reciben formación: para ES, variación en la clasificación de las actividades de educación no formal; para FR, los datos están influenciados por las modificaciones del cuestionario introducidas en 2013 y por la inclusión de sus departamentos y regiones de ultramar.
2) IE: la fecha límite de transmisión oficial de los datos de 2016 relativos a las personas en riesgo de pobreza y exclusión social es el 30 de noviembre de 2017, mientras que los datos se extrajeron el 24 de octubre de 2017.
3) Tasa de empleo para HR, d: los datos de empleo se basan en el concepto de «nacional» y no en el concepto de «interno».
Fuente: Comisión Europea, Eurostat.