



**CONSEJO DE  
LA UNIÓN EUROPEA**

**Bruselas, 30 de noviembre de 2012 (04.12)  
(OR. en)**

**16671/12**

**ECOFIN 985  
UEM 322  
SOC 960**

**NOTA DE TRANSMISIÓN**

---

Emisor:	Por el Secretario General de la Comisión Europea, D. Jordi AYET PUIGARNAU, Director
Fecha de recepción:	29 de noviembre de 2012
Destinatario:	D. Uwe CORSEPIUS, Secretario General del Consejo de la Unión Europea
N.º doc. Ción.:	COM(2012) 751 final
Asunto:	Informe de la Comisión al Parlamento Europeo, al Consejo, al Banco Central Europeo, al Comité Económico y Social Europeo, al Comité de las Regiones y al Banco de Inversiones Europeo sobre el mecanismo de alerta 2013, elaborado de conformidad con los artículos 3 y 4 del Reglamento relativo a la prevención y corrección de desequilibrios macroeconómicos

---

Adjunto se remite a las Delegaciones el documento de la Comisión – COM(2012) 751 final.

Adj.: COM(2012) 751 final



Bruselas, 28.11.2012  
COM(2012) 751 final

**INFORME DE LA COMISIÓN AL PARLAMENTO EUROPEO, AL CONSEJO, AL  
BANCO CENTRAL EUROPEO, AL COMITÉ ECONÓMICO Y SOCIAL EUROPEO,  
AL COMITÉ DE LAS REGIONES Y AL BANCO DE INVERSIONES EUROPEO**

**Informe sobre el mecanismo de alerta 2013,**

**Informe elaborado de conformidad con los artículos 3 y 4 del Reglamento relativo a la  
prevención y corrección de desequilibrios macroeconómicos**

{SWD(2012) 420 final}

{SWD(2012) 421 final}

## 1. INTRODUCCIÓN

Unos desequilibrios macroeconómicos persistentes —reflejados en amplios y duraderos déficits y superávits externos, continuas pérdidas de competitividad y la acumulación de deuda— han sido una de las causas fundamentales de la crisis económica y su proceso actual de corrección y ajuste configura el panorama económico. Dichos desequilibrios siguen determinando los retos macroeconómicos para los Estados miembros afectados e implican efectos de contagio que agravan las amenazas que pesan sobre la zona del euro. En diciembre de 2011 entró en vigor el paquete de seis instrumentos legislativos, entre los que cabe destacar los dos reglamentos de establecimiento del procedimiento de desequilibrio macroeconómico (PDM)<sup>1</sup>. La supervisión de los desequilibrios macroeconómicos en el marco del PDM forma parte del «Semestre Europeo», que permite un análisis integrado y prospectivo de la supervisión macroeconómica. El PDM se aplicó plenamente por primera vez en 2012. El 14 de febrero de 2012 se dio el primer paso en el PDM cuando la Comisión publicó el primer informe sobre el mecanismo de alerta<sup>2</sup>. El 30 de mayo de 2012 se publicaron exámenes exhaustivos para 12 Estados miembros<sup>3</sup>, habiéndose concluido la existencia de desequilibrios macroeconómicos en los 12 Estados miembros examinados. En una serie de recomendaciones específicas por país emitidas por el Consejo en julio en el marco del Semestre Europeo se incluyeron medidas adecuadas para hacer frente a los desequilibrios detectados<sup>4</sup>.

Este es segundo informe sobre el mecanismo de alerta, que inicia el PDM para el Semestre Europeo de 2013.

El informe sobre el mecanismo de alerta es el dispositivo inicial de detección para permitir a la Comisión identificar a los Estados miembros cuya evolución requiere a su juicio un análisis complementario a fin de determinar si existen o pueden aparecer desequilibrios. Debe ponerse de relieve que no es en el informe sobre el mecanismo de alerta sino en los sucesivos exámenes exhaustivos en donde se analizan en detalle los factores de la evolución observada<sup>5</sup>. Sobre la base de estos exámenes exhaustivos, la Comisión decidirá si existen o no desequilibrios o desequilibrios excesivos y propondrá recomendaciones. Este segundo ciclo del PDM integrará los resultados del ciclo anterior teniendo en cuenta que las condiciones económicas generales no han mejorado. La publicación de los exámenes exhaustivos está prevista para la primavera, con anterioridad al paquete legislativo del mes de mayo en el marco del Semestre Europeo.

---

<sup>1</sup> Reglamentos (UE) del Parlamento Europeo y del Consejo n<sup>os</sup> 1176/2011 y 1174/2011 (DO L 306 de 23.11.2011, pp. 25 y 8, respectivamente).

<sup>2</sup> COM(2012) 68 final, de 14 de febrero de 2012.

<sup>3</sup> Bélgica, Bulgaria, Dinamarca, España, Francia, Italia, Chipre, Hungría, Eslovenia, Finlandia, Suecia y el Reino Unido (véase *European Economy-Occasional Papers*, 99 a 110, y la Comunicación de la Comisión «Medidas en favor de la estabilidad, el crecimiento y el empleo», COM(2012) 299 final, de 30 de mayo de 2012).

<sup>4</sup> Recomendaciones del Consejo de 10 de julio de 2012 (2012/C 219/1 a 27) (DO C 219 de 24.7.2012).

<sup>5</sup> En el marco del Comité de Política Económica, los Estados miembros y la Comisión trabajan para reforzar los marcos y las herramientas de análisis de los desequilibrios. Esto incluye, por ejemplo, cuestiones relacionadas con la vivienda, el endeudamiento y la evaluación de las balanzas de pagos.

El informe sobre el mecanismo de alerta se basa en un cuadro de indicadores. La evaluación de la posible existencia o el riesgo de desequilibrios en los Estados miembros no se deriva de una aplicación mecánica del cuadro de indicadores. Dicho cuadro se complementa con información adicional y con indicadores que tienen debidamente en cuenta las instituciones y circunstancias específicas de cada país; también se consideran las conclusiones de los exámenes exhaustivos de mayo de 2012. En lo que se refiere al diseño del cuadro de indicadores, a la serie inicial de diez indicadores se le ha añadido un indicador relativo al sector financiero para responder a la petición del Consejo y el Parlamento Europeo de prestar más atención a dicho sector. En el anexo 1 se presentan los antecedentes y explicaciones más detalladas en relación con el cuadro de indicadores de este año.

En la sección 2 se debaten algunas cuestiones horizontales y temáticas que plantea la lectura del cuadro de indicadores. En la sección 3 se realiza un análisis del cuadro de indicadores por país. En la sección 4 se presentan las conclusiones.

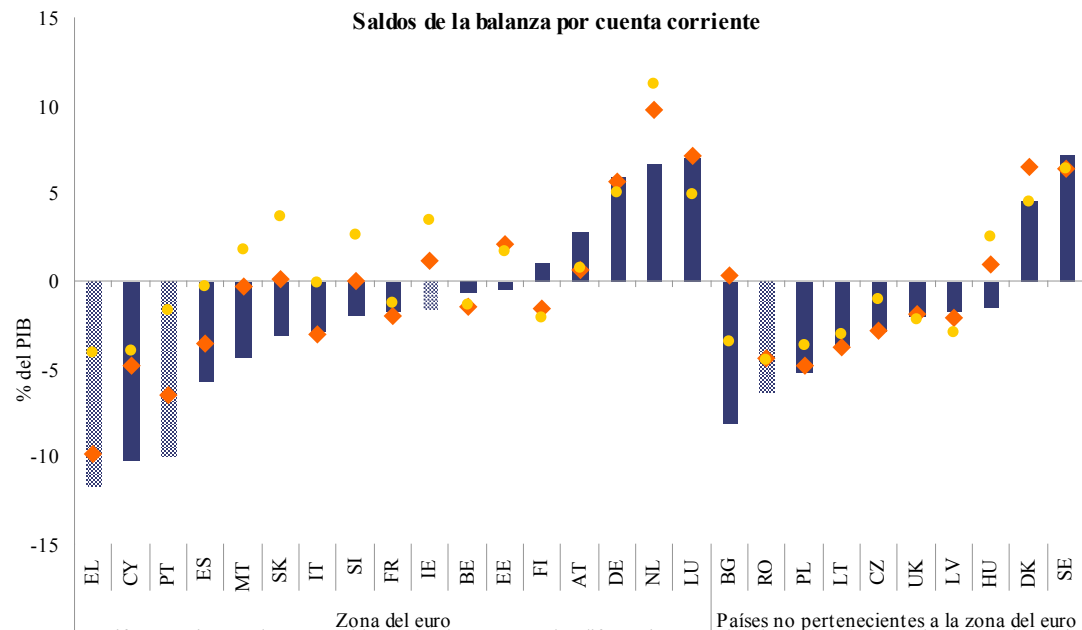
## **2. AVANCES EN LA CORRECCIÓN DE DESEQUILIBRIOS CON VISTAS A LLEGAR A UNA SITUACIÓN DE EQUILIBRIO**

Las economías de la UE siguen afrontando el importante reto de corregir los desequilibrios externos e internos acumulados en el periodo anterior a la crisis. Varios Estados miembros afrontan presiones en favor del desapalancamiento en el sector privado y público, que reflejan la corrección de los desequilibrios financieros acumulados, derivados de anteriores niveles insostenibles de gasto y deuda. El proceso de desapalancamiento simultáneo está afectando al crecimiento, ya que los gastos se están reduciendo, y los ingresos se destinan al reembolso de la deuda, mientras que para que la corrección del déficit externo sea completa y sostenible se requieren nuevas mejoras en la competitividad, especialmente mediante una reducción de los costes y un aumento de la productividad. Se espera que este ajuste de los desequilibrios internos y externos acumulados sea un proceso prolongado que configurará el panorama económico de los próximos años y la supervisión en el marco del PDM. Las actuales condiciones de crecimiento, incluidas las perspectivas para el próximo año, son considerablemente peores que las previstas cuando se realizaron, este año, los anteriores exámenes exhaustivos, pero los avances en el proceso de reequilibrio abrirán el camino del crecimiento y la convergencia.

Existen indicios de que se está progresando en el reequilibrio de las economías de la UE, como muestran las recientes previsiones de la Comisión. Estos esfuerzos de reforma parecen estar siendo fructíferos, y no solo en los países sometidos a un programa. Los déficits de la balanza por cuenta corriente están disminuyendo en los países que presentan los mayores desequilibrios externos, gracias a aumentos de la competitividad. Sin embargo, el ajuste que requieren algunos países con amplios déficits por cuenta corriente sigue siendo considerable y debe respaldarse con la aplicación de reformas estructurales que fomenten la productividad acordadas en el contexto de los programas de ajuste económico y en las recomendaciones específicas por país. Un mayor reequilibrio en la zona del euro y en la UE se vería respaldado por el dinamismo de la demanda interna y la evolución de los salarios en los países con superávit.

En cuanto a las diferentes áreas que abarca el cuadro de indicadores, pueden realizarse las siguientes precisiones:

- ***Está teniendo lugar el reequilibrio de las balanzas por cuenta corriente en la zona del euro y en la UE.*** Hasta la fecha esto ha sido principalmente el resultado del ajuste de las economías más vulnerables aunque la evolución en los Estados miembros con amplios superávits por cuenta corriente también contribuye al reequilibrio de la zona del euro (y de la UE). Los países con déficit han experimentado una expansión de sus exportaciones gracias a aumentos de competitividad y a una resignación de recursos hacia industrias orientadas a la exportación, y también a una fuerte compresión de la demanda interna y de las importaciones. Aunque esta evolución es de carácter tanto cíclico como estructural, en la mayoría de los países parece predominar una corrección de carácter estructural. Paralelamente al ajuste en los Estados miembros con amplios déficits por cuenta corriente, han disminuido los saldos externos de varios países con superávit, aunque a un menor ritmo. El creciente peso de la demanda interna en la actividad económica de los países con superávit y unas subidas salariales relativamente dinámicas sugieren que en los próximos años podría aumentar la contribución de los países con superávit al reequilibrio.
- ***No obstante, el ajuste externo de los déficits por cuenta corriente aún no es suficiente para garantizar la sostenibilidad y solidez de la deuda externa.*** Una mayoría de los Estados miembros tienen posiciones de inversión internacional netas (PIIN) (negativas) que rebasan el umbral indicativo Sin embargo, la diferencia de la PIIN respecto del umbral varía entre países, desde una diferencia moderada (CZ, EE, LT, PL, SI y SK, y RO) hasta una diferencia sustancial (BG, ES, CY, LV y HU, así como IE, EL y PT). En los países en proceso de aproximación económica (BG, CZ, SK, LT y LV), la deuda externa neta es generalmente inferior a la posición de inversión internacional neta, lo que refleja la importancia de las IED. En muchos casos, las posiciones negativas han seguido aumentando, mientras que en caso de disminución han sido el resultado de efectos de valoración (ES y CY, así como EL y PT), debidos en particular a la pérdida de valor de mercado de los títulos en posesión de extranjeros emitidos a nivel interno.



Nota: Las cifras previstas se han corregido teniendo en cuenta las diferencias entre los datos de la balanza de pagos y los de las cuentas nacionales. Los países sometidos a un programa figuran en color gris.

Fuente Eurostat, Comisión Europea.

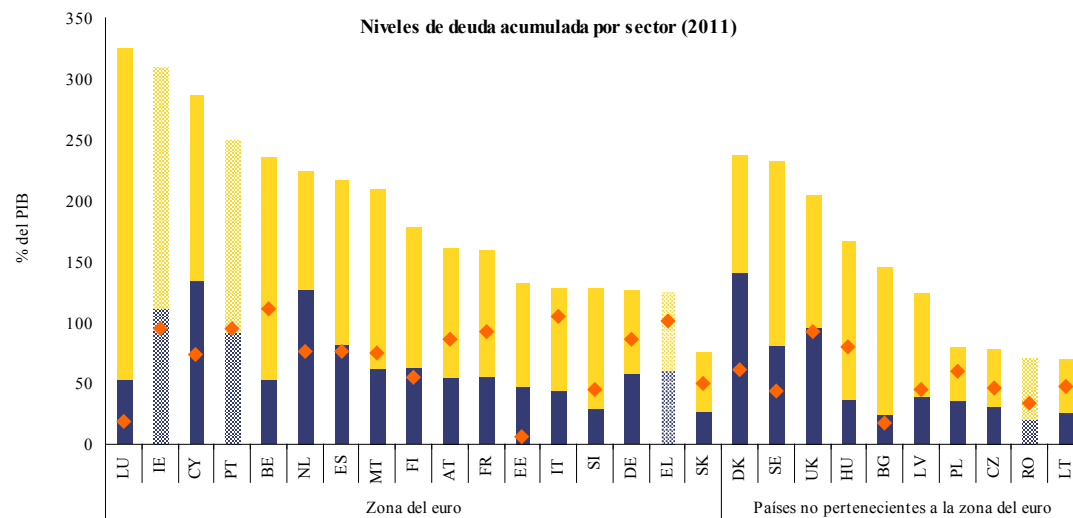
■ Media 2008-2011    ◆ 2011    ● 2013 (Previsiones de otoño de la DG ECFIN)

- El comportamiento de las exportaciones ha mejorado ligeramente en el contexto de una menor demanda mundial.*** Con la excepción de los Estados miembros en proceso de aproximación económica (EE, MT, SK, BG, LV, LT, PL y RO) durante los cinco últimos años la mayoría de los Estados miembros han sufrido una disminución de su cuota del mercado de exportación a un ritmo muy superior al umbral indicativo. Durante un período de tiempo más largo, estas disminuciones reflejan parcialmente una tendencia que se observa en toda la UE en un contexto mundial y deben considerarse en el marco de la expansión del comercio mundial. Sin embargo, el ritmo de disminución de la cuota de mercado es a menudo reducido en comparación con el observado hace un año.
- La evolución de la competitividad de precios y de la competitividad no relacionada con los precios ha contribuido positivamente a la corrección de los desequilibrios externos.*** La recuperación de la competitividad de precios y de la competitividad no relacionada con los precios es esencial para el proceso de ajuste de las economías con amplios déficits por cuenta corriente. Ya se han adoptado numerosas reformas estructurales. Aunque los efectos de las reformas sobre las principales variables macroeconómicas generalmente no se dejan sentir plenamente hasta pasado cierto periodo de tiempo, las profundas reformas del mercado de trabajo se han empezado a plasmar en

aumentos significativos de la competitividad en varios Estados miembros. Los cambios en las tendencias de los tipos de cambio reales efectivos y los costes laborales unitarios (CLU) relativos demuestran ya los aumentos de competitividad de la mayoría de los Estados miembros. En el cuadro de indicadores, el indicador de costes laborales unitarios (variación nominal en 2009-2011) rebasa el umbral solo en cuatro Estados miembros (BE, LU, RO y FI), mientras que en el interior informe esto ocurría en aproximadamente el doble de Estados miembros, lo que refleja la existencia de presiones a la baja sobre las subidas salariales durante los dos últimos años.

- ***Hasta la fecha, los aumentos de la competitividad de precios han tenido lugar principalmente en Estados miembros con grandes desequilibrios, y han sido desencadenados por las intensas presiones del mercado.*** Desde 2010, la tasa de incremento de los costes laborales unitarios nominales en los países periféricos de la zona del euro ha sido inferior a la de las grandes economías con superávit. La reducción de los CLU en los países vulnerables respecto de los principales países de la zona del euro se deriva de los aumentos en la productividad y en las presiones competitivas, de las pérdidas de empleo que ahora contrarrestan el mantenimiento preventivo de personal de los últimos años, y de las reducciones de los salarios nominales en varios sectores.
- ***En numerosos Estados miembros persisten presiones en favor del desapalancamiento en el sector privado*** A raíz de la crisis financiera se inició la corrección del excesivo endeudamiento del sector privado, tanto de empresas como de economías domésticas. La deuda del sector privado rebasa el umbral indicativo (160% del PIB) en la mayoría de los Estados miembros (AT, BE, CY, DK, FI, FR, HU, LU, MT, NL, ES, SE y UK, así como IE y PT). A nivel sectorial, el endeudamiento de las empresas es particularmente elevado en algunos países (superior al 120% del PIB en BE, BG, CY, MT, ES y SE, así como en IE y PT). En otros casos, tales como SI y ES, las empresas de construcción concentran la mayor parte de la deuda de las empresas no financieras y nuevas correcciones del mercado de la vivienda pueden llevar a un aumento de los préstamos morosos y de los activos deteriorados del sector empresarial. En cuanto a las economías domésticas, las presiones de desapalancamiento se perciben en una serie de Estados miembros (CY, DK, NL, ES, SE y UK, así como IE y PT) y están principalmente asociadas al auge del mercado de la vivienda anterior a la crisis. Las posibles nuevas correcciones en los mercados de la vivienda implican riesgos para el consumo y la situación financiera de las economías domésticas.
- ***La concesión de préstamos al sector privado sigue a un bajo nivel y los flujos de crédito privado son limitados.*** En 2011, las cifras relativas a la expansión del crédito se situaron generalmente por debajo del umbral, lo que se explica por factores de la oferta y demanda de crédito. Por una parte, los bancos redujeron el tamaño de sus balances y aumentaron sus provisiones. En realidad, en 2011 solo se produjo un ligero aumento general de los pasivos del sector financiero. Los problemas estructurales y de liquidez existentes en el sector financiero también afectaron a la oferta de crédito. Por otra parte, el deterioro de las perspectivas de crecimiento junto un elevado nivel de incertidumbre han contenido la demanda, particularmente en aquellos países con las mayores necesidades de ajuste.
- ***Las complejas interrelaciones sectoriales entre los consumidores y los sectores bancario y privado a menudo contribuyen a los desequilibrios subyacentes.*** El fuerte peso de la situación de cada país en la relación entre el sector financiero y la deuda soberana deja a

los bancos muy expuestos a la deuda soberana a través de la tenencia de obligaciones estatales. Por otro lado, los altos rendimientos de la deuda soberana también pueden afectar a las empresas a través del sector bancario, afectando así negativamente a sus condiciones de financiación. En este contexto, los costes de financiación del sector público y del sector privado han mostrado una divergencia creciente en los Estados miembros, lo que ha dado lugar a una fragmentación financiera determinada por las fronteras nacionales. La crisis de la deuda soberana ha provocado salidas de depósitos de algunos países vulnerables y ha ejercido presiones adicionales sobre la financiación y la liquidez del sector privado de estos países. Las pequeñas y medianas empresas corren el riesgo de verse afectadas más a este respecto, ya que dependen en gran medida del crédito bancario. En este contexto, las presiones en favor del desapalancamiento del sector privado son aún más preocupantes cuando tienen lugar paralelamente al actual desapalancamiento necesario del sector público (BE, ES, HU y IT, así como IE, EL y PT).



Nota: Los programas sometidos a un programa figuran en color más claro.

Fuente Eurostat.

■ Deuda de las economías domésticas ■ Deuda de las empresas no financieras ◆ Deuda pública

**Los mercados de la vivienda aún se encuentran en fase de corrección, con diferentes implicaciones según la dinámica concreta del sector de la construcción.** En realidad, casi todos los Estados miembros experimentaron una baja de los precios reales de la vivienda en 2011, con la notable excepción de los Estados Bálticos, que se recuperaron de episodios de fluctuaciones extremas. Por consiguiente, en ningún país la subida de los precios reales de la vivienda rebasó el umbral indicativo. Esta corrección se ha acelerado en algunos países, que ya habían acumulado bajas sustanciales de los precios



de la vivienda (CY, ES y IE) en un contexto de fuerte deterioro de las condiciones económicas. Ello ha llevado en algunos casos a la necesaria disminución del tamaño del sector de la construcción, pero también a un mayor desempleo y al deterioro de los balances de los bancos (SI, ES y IE). No pueden excluirse nuevos ajustes a la baja (DK, NL y UK) en un contexto de endurecimiento de las condiciones crediticias y de incertidumbre económica.

- ***El actual ajuste de los desequilibrios es necesario pero costoso a corto plazo y ha generado un mayor nivel de desempleo.*** El ajuste está teniendo lugar, pero queda aún mucho camino por recorrer hasta llegar a un reequilibrio completo y duradero. Las reformas de los mecanismos de fijación de salarios han empezado a mostrar su eficacia en la mejora de la competitividad de costes. El elevado o creciente nivel de desempleo de varios Estados miembros, en un contexto de atonía de la demanda agregada, apunta a un proceso de ajuste del mercado laboral aún incompleto. La débil actividad económica y, en algunos casos, la disminución del tamaño de importantes sectores tales como el de la construcción (SI, ES y IE) forman parte del proceso de ajuste, que induce una reorientación de los recursos del sector de bienes y servicios no exportables al sector de bienes y servicios exportables y una reasignación de los gastos en favor de los bienes producidos en el país. El diseño de una reasignación de los gastos para restablecer el crecimiento, la creación de empleo y el ajuste externo depende en gran medida de unos esfuerzos sostenidos de reforma estructural tanto en el mercado de trabajo como en el de productos, así como de una intensificación de los esfuerzos encaminados a la aplicación de la normativa financiera. Esto es aún más importante en el contexto de las altas presiones internas en favor del desapalancamiento.

### 3. OBSERVACIONES POR PAÍS DERIVADAS DEL ANÁLISIS DEL CUADRO DE INDICADORES

Las observaciones siguientes no se refieren a los Estados miembros que son objeto de supervisión en el marco de programas de ajuste económico respaldados por financiación oficial, a saber: Grecia, Irlanda y Portugal en la zona del euro y Rumanía fuera de la zona del euro<sup>6</sup>.

**Bélgica:** En mayo de 2012, la Comisión concluyó que Bélgica estaba experimentando desequilibrios macroeconómicos, particularmente en relación con la evolución de la competitividad exterior y el endeudamiento. En el cuadro de indicadores actualizado, los umbrales indicativos son rebasados por una serie de indicadores, a saber, la variación de las cuotas en el mercado de exportación, la deuda bruta del sector privado y la deuda pública. En cuanto al sector exterior, Bélgica ha seguido perdiendo cuota en el mercado de exportación a menor ritmo. La pérdida continua de cuota en el mercado de exportación se debe a un deterioro de la balanza de mercancías desde 2003, que se ha visto compensada en parte por la continua mejora de la balanza de servicios. Se espera que la balanza por cuenta corriente se mantenga próxima al equilibrio en los próximos años. Un importante factor de deterioro de la cuota del mercado de exportación es la baja de la competitividad de costes debido, entre otras cosas, a unos aumentos acumulados de los CLU mayores que los de la media de la zona del euro. Se espera que prosiga esta tendencia. En cuanto a los desequilibrios internos, el indicador de deuda del sector privado es muy superior al umbral, aunque se debe en gran medida a los préstamos entre empresas. El crédito aumentó de forma relativamente pronunciada en 2011, pero se ha reducido últimamente a causa de una disminución de la demanda y a un endurecimiento de las condiciones crediticias para las empresas. El nivel de deuda pública es elevado y va en aumento debido a la acumulación de amplios déficits en los últimos años y a las intervenciones realizadas en el sector financiero. Los precios de la vivienda aumentaron rápidamente antes de la crisis y hay que estudiar la posibilidad de que tenga lugar una corrección, y también los efectos que dicha corrección podría tener sobre sostenibilidad de la deuda hipotecaria de las economías domésticas. En 2011, el ratio deuda/fondos propios del sector financiero aumentó debido a las pérdidas sufridas por el sector. *La Comisión, teniendo en cuenta particularmente los desequilibrios detectados en mayo, considera útil examinar más a fondo la persistencia de los desequilibrios o su corrección.*

---

<sup>6</sup> Este enfoque, que evita una duplicación de los procedimientos y de las obligaciones de notificación, es compatible con la Propuesta de reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo sobre el reforzamiento de la supervisión económica y presupuestaria de los Estados miembros cuya estabilidad financiera dentro de la zona del euro experimenta o corre el riesgo de experimentar graves dificultades —COM (2011) 819 final, de 23 de noviembre de 2011—, que forma parte del paquete de dos instrumentos legislativos. Para un debate detallado de la situación económica y los avances en la corrección de los desequilibrios macroeconómicos, véanse los últimos informes sobre el cumplimiento en *European Economy—Occasional Papers*, 94 (Grecia), 115 (Irlanda), 116 (Rumanía) y 117 (Portugal). La situación de España se examina en el presente informe, aunque este país disfruta de una financiación oficial para la recapitalización de los bancos; véase «The Financial Sector Adjustment Programme for Spain», *European Economy—Occasional Papers*, 118. También se examinan Hungría y Chipre. En noviembre de 2011, Hungría solicitó formalmente la apertura de negociaciones con vistas a una ayuda financiera de carácter preventivo. Sin embargo, estas negociaciones no han avanzado de forma significativa. Chipre solicitó financiación oficial el 25 de junio de 2012 y actualmente se están llevando negociaciones a cabo con vistas a la elaboración de un programa.

**Bulgaria:** En mayo de 2012, la Comisión concluyó que Bulgaria estaba experimentando desequilibrios macroeconómicos, particularmente en relación con la evolución de la deuda externa, el desapalancamiento del sector empresarial y el proceso de ajuste del mercado de trabajo. En el cuadro de indicadores actualizado, algunos indicadores rebasan sus umbrales indicativos, a saber, la posición de inversión internacional neta (PIIN), y los costes laborales unitarios (CLU), mientras que el indicador de endeudamiento del sector privado se sitúa actualmente por debajo del umbral. En cuanto al sector exterior, la balanza por cuenta corriente ha mejorado rápidamente: en 2011 alcanzó una situación de equilibrio y se prevé que se mantenga por debajo del umbral durante todo el periodo de previsión. A pesar de una mejora que refleja una corrección sustancial de la balanza por cuenta corriente, se espera que la posición de inversión internacional neta, que es negativa, se mantenga claramente por encima del umbral indicativo, constituyendo, por lo tanto, un factor de vulnerabilidad en el futuro previsible. Sin embargo, este indicador debe interpretarse conjuntamente con el alto volumen de IED, lo que lleva a una deuda externa neta sustancialmente inferior. En primer lugar, las entradas de IED se mantuvieron a un nivel moderado en 2011 y se prevé que su reciente repunte sea moderado aunque se observe un alto nivel de IED. En segundo lugar, Bulgaria ha registrado aumentos de cuota en los mercados exportadores en un contexto de mejora de la productividad y disminución del tipo de cambio real efectivo, y de aumentos moderados recientes de los costes laborales unitarios, aunque el indicador se mantiene por debajo del umbral y se prevé que los aumentos de los salarios y de los CLU sean relativamente pronunciados. En el mercado de la vivienda está teniendo lugar un ajuste a la baja tras unas bajas pronunciadas de los precios de la vivienda. Las condiciones crediticias se mantienen estables, lo que permite una expansión del crédito, aunque el alto nivel de préstamos no productivos podría constituir una rémora para la actividad de préstamo. Si bien se está reduciendo rápidamente su nivel de endeudamiento (los datos relativos a 2011 apuntan a una rápida baja de los préstamos a corto plazo concedidos a las empresas no financieras), el sector privado sigue relativamente endeudado para una economía en proceso de aproximación económica, debido principalmente a los préstamos transfronterizos entre empresas concedidos a empresas no financieras. Dado que el ajuste de los desequilibrios externos ha sido en parte el resultado de una contracción de la demanda interna, particularmente de la inversión, existe el riesgo de que la economía quede confinada a una senda de bajo crecimiento, lo que dificultaría la reducción de los niveles de endeudamiento, y especialmente de la posición de inversión internacional neta. La inquietud acerca del potencial de crecimiento a largo plazo del país también se deriva de la debilidad del mercado de trabajo, reflejada en sus pobres resultados: contracción del nivel de empleo, aumento de las tasas de desempleo y elevado desempleo estructural. *La Comisión, teniendo en cuenta particularmente los desequilibrios detectados en mayo, considera útil examinar más a fondo la persistencia de los desequilibrios o su corrección.*

**República Checa:** En el ciclo anterior del PDM no se detectaron desequilibrios en la República Checa. En el cuadro de indicadores actualizado, la PIIN rebasa su umbral indicativo. El deterioro de la PIIN es el resultado de unos déficits de la balanza por cuenta corriente sostenidos, aunque moderados, de aproximadamente el 3% del PIB durante los tres últimos años, debidos principalmente a la salida de dividendos generados por el alto nivel de IED. Globalmente, el riesgo de puntos débiles a nivel externo es limitado como consecuencia del valor relativamente bajo de las obligaciones derivadas de la deuda externa bruta. La balanza comercial registró un fuerte superávit en 2011, pero está disminuyendo gradualmente el aumento de las cuotas en los mercados exportadores, lo que refleja la menor proporción que representan los proyectos nuevos en las IED. Al mismo tiempo, también se espera una disminución del ritmo de expansión de las importaciones. Paralelamente a la atonía de la

demanda interna, se espera que el déficit de la balanza por cuenta corriente siga mejorando en los próximos años y contribuya a estabilizar la posición de inversión internacional neta en torno al nivel actual. Contrariamente a la tendencia a la mejora observada antes de la crisis financiera mundial, el tipo de cambio real efectivo se ha mantenido globalmente estable desde 2009. La entrada de capital en la República Checa se produjo paralelamente a la subida considerable de los salarios en todos los sectores de economía, aunque los aumentos de productividad se limitaron principalmente al sector de bienes y servicios exportables. Si bien el crecimiento agregado de los costes laborales unitarios nominales disminuyó hasta cerca de tres puntos porcentuales durante los últimos tres años, y se espera que se mantenga moderado en un futuro próximo, la brecha de productividad acumulada en el sector de bienes y servicios no exportables puede afectar a la competitividad de la economía: en primer lugar, dado que dicho sector proporciona factores de producción a otros sectores, con lo cual afecta directamente a su competitividad; en segundo lugar, dado que unas mayores subidas salariales en el sector de bienes y servicios no exportables puede obstaculizar la reorientación de la mano de obra hacia industrias exportadoras con mayores posibilidades de aumento de la productividad. Está teniendo lugar un proceso de ajuste, acompañado de una caída de los precios reales de la vivienda, en las actividades de construcción e inmobiliarias, que habían sido impulsadas por unas condiciones de préstamos relativamente favorables antes de la crisis: la proporción que representan los préstamos bancarios en el valor añadido de estas industrias se duplicó en el periodo 2005-2008. El sector bancario de la República Checa, en gran parte en manos extranjeras, ha mostrado resistencia y los moderados niveles de endeudamiento del sector privado y del sector público han impedido la aparición de interacciones negativas. *La Comisión no procederá por el momento a un examen exhaustivo en el contexto del PDM.*

**Dinamarca:** En mayo de 2012, la Comisión concluyó que Dinamarca estaba experimentando desequilibrios macroeconómicos, particularmente en relación con la evolución de la competitividad exterior y el endeudamiento de las economías domésticas. En el cuadro de indicadores actualizado, algunos indicadores rebasan el umbral indicativo, a saber: la variación de las cuotas en el mercado de exportación y el endeudamiento del sector privado. La pérdida de cuota en los mercados de exportación sigue muy por encima del umbral y en 2011 fue de la misma magnitud que en 2010. El examen exhaustivo de mayo de 2012 concluyó que la competitividad y los pobres resultados de las exportaciones de mercancías de Dinamarca estaban asociados a una subida de sus costes laborales unitarios respecto de los de sus principales competidores. Sin embargo, la competitividad de costes, medida por la variación porcentual de los costes laborales unitarios nominales durante un periodo de tres años, ha mejorado y se mantiene por debajo del umbral. Para los próximos años se prevé que prosiga la evolución moderada de los CLU. La variación porcentual del tipo de cambio real efectivo en un periodo de tres años también revela una disminución desde 2009, que se espera continúe en los próximos años. La baja sostenida de las cuotas de mercado a pesar de la mejora de la competitividad de costes puede implicar que esta aún no sea suficiente para compensar las pérdidas de competitividad acumuladas durante la pasada década. Sin embargo, los superávits de la balanza por cuenta corriente han seguido aumentando, impulsados particularmente por la balanza de bienes y servicios —gracias en parte a las exportaciones de petróleo y de gas, favorecidas por la subida de los precios del petróleo— y también por las entradas de ingresos procedentes de las IED en el extranjero. Sin embargo, dado que la balanza por cuenta corriente refleja grandes ahorros en el sector privado, se espera que su saldo se deteriore en los próximos años, a medida que se recupera gradualmente la demanda interna. El ratio de endeudamiento del sector privado se mantiene claramente por encima del umbral. Si bien es cierto que se ha reducido por segundo año consecutivo, reflejando en

parte una reducción del ratio de endeudamiento de las economías domésticas, se mantiene entre los más elevados. La evolución del mercado de la vivienda ha contribuido a impulsar el endeudamiento de las economías domésticas más allá de unos niveles sostenibles, lo que puede agravar los riesgos para la estabilidad económica y financiera. Aunque el riesgo para la estabilidad financiera puede ser relativamente bajo, los riesgos para la estabilidad económica parecen más elevados. En realidad, las excesivas oscilaciones de los precios de la vivienda y el alto endeudamiento de las economías domésticas, que han contribuido a grandes fluctuaciones del consumo privado, están limitando ahora la capacidad de recuperación de la economía, dado que las economías domésticas necesitan disminuir su nivel de endeudamiento. Los precios reales de la vivienda disminuyeron de nuevo en 2011, tras una estabilización en 2010. Aunque posiblemente se encuentran actualmente próximos a su tendencia a largo plazo, el mercado sigue vulnerable en un marco de duras condiciones crediticias y bajas subidas salariales, lo que implica riesgos de nuevos ajustes a la baja habida cuenta de las perspectivas económicas. *La Comisión, teniendo en cuenta particularmente los desequilibrios detectados en mayo, considera útil examinar más a fondo la persistencia de los desequilibrios o su corrección.*

**Alemania:** En el ciclo anterior del PDM no se detectaron desequilibrios en Alemania. En el cuadro de indicadores actualizado, dos indicadores rebasan su umbral indicativo, a saber: la variación en las cuotas del mercado de exportación y el ratio de deuda pública. En cuanto al sector exterior, las pérdidas de cuota en los mercados de exportación siguen por encima del umbral indicativo, como consecuencia de las pérdidas registradas en 2010 a las que siguieron unas menores pérdidas en 2011. Estas pérdidas parecen moderadas globalmente y son compatibles con la reducción actual del superávit de la balanza por cuenta corriente. Al igual que en el último informe sobre el mecanismo de alerta, el indicador relativo al superávit de dicha balanza se sitúa ligeramente por debajo del umbral en 2011. La reducción del superávit de la balanza por cuenta corriente en los últimos años, como parte del proceso de reequilibrio, ha estado impulsada particularmente por la baja del superávit comercial respecto de la zona del euro. De cara al futuro, las previsiones más recientes indican que el superávit de la balanza por cuenta corriente disminuirá a un ritmo moderado en 2012-2014 a medida que se recuperan la inversión y el consumo privados. Asimismo, los costes laborales unitarios han aumentado en los últimos años y se espera que sigan aumentando más que la media de la zona del euro en los próximos años, gracias a un mercado laboral que seguirá robusto. A pesar de la subida de los costes laborales, el tipo de cambio real efectivo sigue disminuyendo dado el limitado margen de las empresas para repercutir las subidas salariales sobre los consumidores. Desde el punto de vista interno, se espera que la deuda pública inicie una tendencia decreciente a partir de 2013 y Alemania está realizando progresos hacia el cumplimiento del objetivo de referencia para la reducción de la deuda contenido en el PEC. El endeudamiento del sector privado y la actividad crediticia se mantienen a un nivel moderado. Los precios de la vivienda han aumentado moderadamente, registrándose las mayores subidas en algunas zonas urbanas. Por otra parte, se espera que la inversión en vivienda aumente a fuerte ritmo. *La Comisión no procederá por el momento a un examen exhaustivo en el contexto del PDM.*

**Estonia:** En el ciclo anterior del PDM no se detectaron desequilibrios en Estonia. En el cuadro de indicadores actualizado, dos indicadores rebasan los umbrales indicativos, a saber, la PIIN y el nivel de desempleo. Un tercer indicador, el endeudamiento del sector privado, ha pasado a situarse cómodamente por debajo del umbral (133% del PIB en 2011). En cuanto al sector exterior, se ha finalizado la mayor parte del profundo

ajuste de los altos desequilibrios externos acumulados en 2005-2007. La balanza por cuenta corriente siguió registrando un amplio superávit en 2011 y se espera que se mantenga próxima al equilibrio a medio plazo, sobre la base de aumentos de las cuotas en los mercados de exportación. Aunque la PIIN negativa se mantiene significativamente por debajo del umbral, está mejorando rápidamente, gracias a un superávit de la balanza por cuenta corriente sostenido y al efecto derivado del continuo crecimiento del PIB nominal. Por otra parte, la mitad de los pasivos externos netos consisten en IED, lo que contribuye a limitar los riesgos externos relacionados con la liquidez; la deuda externa neta solo equivale al 6% del PIB. Aunque sigue a un nivel elevado, el endeudamiento del sector privado disminuyó sustancialmente en 2010-2011, gracias al actual proceso de desapalancamiento y al crecimiento del PIB. Como consecuencia de ello, y a pesar de que el desapalancamiento del sector privado podría interrumpirse en breve, se espera que en 2012 haya seguido disminuyendo el endeudamiento del sector privado. Sin embargo, el relativamente elevado nivel de endeudamiento privado puede suponer una rémora para el crecimiento a medio plazo. La tasa de desempleo alcanzó un máximo, cercano al 20%, en el primer trimestre de 2010, pero disminuyó rápidamente, hasta el 10,2%, en el segundo semestre de 2012. Se espera que siga disminuyendo, aunque más lentamente, como consecuencia de la reaparición de desajustes en las cualificaciones y de un crecimiento más moderado del PIB. *La Comisión no procederá por el momento a un examen exhaustivo en el contexto del PDM.*

**España:** En mayo de 2012, la Comisión concluyó que España estaba experimentando desequilibrios muy graves, particularmente en relación con la evolución de la balanza de pagos, el endeudamiento del sector privado y el sector financiero. En el cuadro de indicadores actualizado, varios indicadores rebasan los umbrales indicativos, a saber: el déficit de la balanza por cuenta corriente, las cuotas del mercado de exportación, la posición de inversión internacional neta (PIIN), el endeudamiento del sector privado, la deuda pública y el nivel de desempleo. En cuanto al sector exterior, el déficit por cuenta corriente ha mejorado en el contexto de una recuperación de las exportaciones y una disminución de la demanda interna. Aunque el indicador se mantiene por encima del umbral, se espera que la balanza por cuenta corriente se acerque al equilibrio en los próximos años. Unos costes laborales unitarios decrecientes y cierta disminución del tipo de cambio real efectivo contribuyen a recuperar una parte de la pérdida de competitividad acumulada durante el periodo de auge. Ello ha contribuido a disminuir las pérdidas de cuota en los mercados de exportación, aunque el indicador aún rebasa el umbral. Se espera que los costes laborales unitarios sigan disminuyendo este año y que el crecimiento sea moderado en los próximos años. Aunque está teniendo lugar el ajuste de los flujos, el nivel de pasivos externos sigue siendo significativo, como refleja una posición de inversión internacional neta claramente negativa y la existencia de una deuda externa neta. Esto es particularmente preocupante ya que la economía española está expuesta a riesgos de liquidez. En combinación con una deuda pública en rápido aumento, el alto endeudamiento del sector privado implica substanciales presiones en favor del desapalancamiento. En el sector privado, el desapalancamiento se inició en 2011 y se prevé que continúe, frenando de esta forma la recuperación económica a través de una débil demanda interna. El sector bancario sigue frágil a raíz de la crisis de la vivienda y la construcción y de sus interacciones negativas con las finanzas públicas. La debilidad del sector bancario se está abordando en el marco del programa de ajuste del sector financiero, que proporciona financiación oficial para la reestructuración y recapitalización de los bancos españoles. A pesar de la disminución de los CLU, el mercado de trabajo se ha deteriorado, con un desempleo creciente que alcanza niveles máximos, muy por encima del umbral, y la continuación de la destrucción de empleo. Esto representa una amenaza adicional para el proceso de ajuste actual, a través de sus efectos en el desapalancamiento, y

también afecta negativamente a los esfuerzos de saneamiento presupuestario. *La Comisión, teniendo en cuenta particularmente los gravísimos desequilibrios detectados en mayo, considera útil un examen exhaustivo para analizar más a fondo los riesgos implicados y los avances en la corrección de los desequilibrios.*

**Francia:** En mayo de 2012, la Comisión concluyó que Francia estaba experimentando graves desequilibrios, particularmente en relación con la evolución de las exportaciones y la competitividad. En el cuadro de indicadores actualizado, una serie de indicadores rebasan sus umbrales indicativos, a saber: las cuotas del mercado de exportación, la deuda pública y, este año, el endeudamiento del sector privado. En cuanto al sector exterior, Francia ha seguido perdiendo cuota en el mercado de exportación aunque a menor ritmo, y el indicador se sitúa muy por encima del umbral. Se prevé que estas pérdidas de cuota de mercado proseguirán si no se actúa con determinación. Estas pérdidas de cuota de mercado se reflejan en el deterioro gradual de la balanza comercial y de la balanza por cuenta corriente y en una posición de inversión internacional neta negativa, aunque estas dos últimas variables se mantienen aún por debajo de sus respectivos umbrales indicativos. Esta evolución está asociada al deterioro persistente de la competitividad de precios y de la competitividad no relacionada con los precios. El indicador de los costes laborales unitarios es inferior al umbral, pero, a pesar de las medidas adoptadas recientemente para reducir la fiscalidad sobre el trabajo, se espera que el incremento de los costes laborales unitarios se aproxime a la media de la zona del euro a corto plazo, lo que implica que no habría mejoras relativas en un futuro próximo. La reducción de la rentabilidad de las empresas francesas, que alcanzó mínimos históricos en 2011, afecta a su potencial de inversión así como a su capacidad de innovación, y ello en detrimento de su competitividad no relacionada con los precios. Por otra parte, la baja rentabilidad de las empresas afecta a su capacidad de desapalancamiento y, por consiguiente, también contribuye al elevado endeudamiento del sector privado en su conjunto, que actualmente rebasa el umbral indicativo. La tasa de desempleo ha aumentado y se espera que rebase el umbral en los próximos años. La deuda de las economías domésticas sigue a un nivel relativamente bajo, pero los precios de la vivienda aumentaron antes de la crisis y también en 2011; debe estudiarse la posibilidad y las implicaciones de una corrección del mercado de la vivienda. El aumento del nivel de deuda privada es particularmente preocupante en un contexto de continuación del aumento del endeudamiento de las administraciones públicas, que actualmente se sitúa a proximidad del 90% del PIB. *La Comisión, teniendo en cuenta particularmente los graves desequilibrios detectados en mayo, considera útil un examen exhaustivo para analizar más a fondo los riesgos implicados y los avances en la corrección de los desequilibrios.*

**Italia:** En mayo de 2012, la Comisión concluyó que Italia estaba experimentando graves desequilibrios, particularmente en relación con la evolución de las exportaciones y la competitividad y los efectos del alto nivel de deuda pública. En el cuadro de indicadores actualizado, dos indicadores rebasan su umbral indicativo, a saber: las pérdidas de cuota del mercado de exportación y el ratio de deuda pública. En particular, desde la adopción del euro se han acumulado pérdidas de competitividad de costes y de competitividad no relacionada con los costes, lo que se ha reflejado en una pérdida significativa de cuota en los mercados de exportación, muy por encima del umbral. Sin embargo el déficit de la balanza por cuenta corriente de Italia está disminuyendo y se espera que la balanza comercial registre un superávit en 2012. Ello se explica principalmente por la fuerte reducción de las importaciones, dada la debilidad de la demanda interna en la recesión actual, aunque también por un buen comportamiento de las exportaciones, especialmente hacia socios no pertenecientes a la UE. La mediocre evolución de la productividad

sigue constituyendo el principal obstáculo a una mejora duradera de la competitividad de la economía italiana y de las perspectivas de crecimiento económico. Las reformas estructurales adoptadas recientemente —encaminadas a fomentar la competencia en el mercado, corregir la segmentación del mercado de trabajo, hacer el sistema tributario más favorable al crecimiento y mejorar el entorno empresarial— deberán contribuir a fomentar el aumento de la productividad a medio plazo. Por otra parte, los salarios aún no son suficientemente sensibles a la evolución de la productividad. Se espera que los costes laborales unitarios nominales aumenten en los próximos años a una tasa cercana a la media de la zona del euro. El alto nivel de deuda pública sigue constituyendo una importante rémora para la economía italiana, especialmente en el contexto de unas bajas perspectivas de crecimiento. Mientras que las bajas tasas de crecimiento dificultan el logro y el mantenimiento de los amplios superávits primarios que son necesarios para situar el ratio deuda pública/PIB en una tendencia decreciente, la elevada presión fiscal actual y prevista que se requiere para atender al servicio del elevado nivel de deuda supone un freno para la demanda interna y la actividad económica. Por otra parte, en el contexto de un mercado financiero fragmentado por las fronteras nacionales, los relativamente elevados tipos de interés asociados a la prima de riesgo de la deuda pública afectan a las condiciones de financiación del sector privado y agravan los problemas de financiación del sector bancario nacional. En cuanto a los factores positivos, el endeudamiento del sector privado sigue relativamente limitado en Italia. En particular, la situación financiera de las economías domésticas es relativamente sólida, aunque su tasa de ahorro ha seguido una tendencia decreciente durante las dos últimas décadas. *La Comisión, teniendo en cuenta particularmente los graves desequilibrios detectados en mayo, considera útil un examen exhaustivo para analizar más a fondo los riesgos implicados y los avances en la corrección de los desequilibrios.*

**Chipre:** En mayo de 2012, la Comisión concluyó que Chipre estaba experimentando desequilibrios muy graves, particularmente en relación con la evolución de la balanza de pagos, la hacienda pública y el sector financiero. En el cuadro de indicadores actualizado, varios indicadores rebasan los umbrales indicativos, a saber: el déficit de la balanza por cuenta corriente, la posición de inversión internacional neta (PIIN), las cuotas del mercado de exportación, el flujo de crédito al sector privado, el endeudamiento del sector privado y la deuda pública. En cuanto al sector exterior, el indicador de la balanza por cuenta corriente se mantiene por encima del umbral negativo, a pesar de la fuerte reducción que han sufrido recientemente las importaciones como consecuencia de una contracción de la demanda interna. De cara al futuro, las pérdidas de cuota en los mercados exportadores se explican particularmente por el hecho de que la balanza de mercancías haya mantenido su tendencia decreciente, mientras que Chipre sigue registrando superávits en su balanza de servicios. Globalmente, se prevé que el déficit de la balanza por cuenta corriente disminuya en los próximos años. Las pérdidas de competitividad de precios y competitividad de costes han disminuido recientemente y la congelación de salarios del sector público ha contribuido a la moderación salarial del sector privado y de los sectores orientados a la exportación. Sin embargo, no se han concretado reformas estructurales para respaldar mejoras sostenidas de la competitividad. Paralelamente, la posición de inversión internacional neta, que es negativa, se está deteriorando rápidamente, lo que sigue generando inquietud acerca de la sostenibilidad de la balanza de pagos del país. La PIIN se ha deteriorado como consecuencia de los déficits por cuenta corriente, aunque también debido a las pérdidas de valor de los activos poseídos por los bancos en el extranjero. En cuanto al sector interno, se ha seguido reduciendo el alto nivel de endeudamiento del sector privado. Esto también es el reflejo de la disminución significativa del indicador de flujo de crédito al sector privado en comparación con el año anterior. El hecho de que el indicador del crédito se mantenga por encima del umbral se asocia



principalmente con el proceso de reescalonamiento de los créditos que está teniendo lugar, ya que los préstamos reescalonados se tratan como nuevos flujos, y no como nuevos créditos. En cuanto a las economías domésticas, sus niveles de deuda están respaldados por activos sustanciales, pero estos se han visto afectados por una continua reducción de los precios reales y nominales de la vivienda. La deuda pública también se sitúa por encima del umbral establecido en el Tratado y se espera que aumente de forma pronunciada. Al mismo tiempo, el desempleo ha aumentado recientemente de forma acusada en Chipre y se espera que siga aumentando, como reflejo de problemas estructurales que se añaden a factores cíclicos. Posibles aumentos de los riesgos del sector bancario chipriota en Grecia y nuevos deterioros de la actividad económica agravarían los riesgos y dificultarían el ajuste estructural. La situación se ve agravada por interacciones negativas entre la evolución de los sectores de la vivienda y financiero y la de las finanzas públicas. El sector financiero de Chipre también es uno de los más endeudados de toda la UE. Tras pedir financiación oficial el 25 de junio de 2012, Chipre está negociando actualmente un programa de política económica encaminado a resolver los retos que tiene planteados en materia financiera, presupuestaria y estructural. *La Comisión, teniendo en cuenta particularmente los gravísimos desequilibrios detectados en mayo, considera útil un examen exhaustivo para analizar más a fondo los riesgos implicados y los avances en la corrección de los desequilibrios.*

**Letonia:** En el ciclo anterior del PDM no se detectaron desequilibrios en Letonia. En el cuadro de indicadores actualizado, dos indicadores rebasan sus umbrales indicativos, a saber, la PIIN y el nivel de desempleo. Tras una acumulación de desequilibrios externos y una considerable degradación de las condiciones económicas en 2008-2009, la competitividad exterior mejoró sustancialmente mediante el proceso de ajuste interno, que incluyó recortes salariales y de empleo, un proceso de saneamiento presupuestario, una disminución del endeudamiento del sector privado y una amplia gama de reformas estructurales favorables al crecimiento. Tras el retorno a altas tasas de crecimiento en 2011-2012, la balanza por cuenta corriente volvió a arrojar un déficit moderado, que se espera que se mantenga en los próximos años. Los pasivos netos del país, medidos por la PIIN, siguen en una tendencia decreciente, aunque a partir de un nivel relativamente elevado. La PIIN, ampliamente negativa, se explica en gran medida por el nivel neto de IED (aproximadamente la mitad de la PIIN), mientras que el componente de deuda externa está disminuyendo rápidamente. Tras la fructífera realización del programa de ayuda a la balanza de pagos a principios de 2012, los rendimientos de la deuda pública han disminuido continuamente, lo que contribuye a seguir reduciendo los riesgos que pesan sobre la balanza de pagos del país. En cuanto a los indicadores internos, la deuda pública se ha estabilizado en niveles ligeramente superiores al 40% del PIB, mientras que los precios de la vivienda y la expansión del crédito se están recuperando lentamente del profundo ajuste sufrido durante la crisis. A pesar de la recuperación, los precios de la vivienda siguen muy por debajo de los niveles de 2005-2007, anteriores a la crisis, mientras que un repunte más significativo solo se observa en el segmento de la construcción nueva. En el sector financiero, la aprobación de nuevos créditos comerciales se ha estabilizado en lo que se refiere a las economías domésticas y está aumentando ligeramente en cuanto a las empresas. El ratio deuda privada/PIB siguió disminuyendo, hasta el 125% del PIB en 2011, aunque la inversión privada aumentó a fuerte ritmo, respaldada por los altos beneficios empresariales. Aunque se mantiene muy por encima de la media de la UE y el umbral indicativo, la tasa de desempleo está disminuyendo gradualmente, tendencia que se espera continúe en los próximos años, gracias a la recuperación y a las políticas activas del

mercado de trabajo. La baja oferta de empleo no indica deficiencias estructurales significativas en el mercado laboral, mientras que están aumentando la tasa de empleo y la tasa de actividad. *La Comisión no procederá por el momento a un examen exhaustivo en el contexto del PDM.*

**Lituania:** En el ciclo anterior del PDM no se detectaron desequilibrios en Lituania. En el cuadro de indicadores actualizado, dos indicadores rebasan los umbrales indicativos, a saber: la PIIN y el nivel de desempleo. Lituania ha continuado aumentando sus cuotas de los mercados de exportación al haber disminuido el tipo de cambio real efectivo como consecuencia de la baja substancial de los costes salariales. Los CLU han disminuido, pero se espera que aumenten a un ritmo moderado en los próximos años. Aunque el indicador de la balanza por cuenta corriente se aproxima a cero, la fuerte demanda interna estimuló las importaciones y un saldo negativo de la balanza comercial volvió a situar el saldo de la balanza por cuenta corriente en un déficit cercano al 4% del PIB en 2011, que fue financiado principalmente por transferencias con cargo al presupuesto de la UE y por IED. Al mismo tiempo, los gastos hasta septiembre de 2012 indican que el déficit de la balanza por cuenta corriente se está reduciendo y estabilizando. La posición de inversión internacional neta ha mejorado, pero se mantiene negativa y rebasa el umbral indicativo. La deuda externa neta, que tiene en cuenta la estabilidad de la financiación a través de las IED, es muy inferior. Por otra parte, la deuda del sector público se mantiene en niveles moderados y el sector privado ha seguido disminuyendo su nivel de endeudamiento; ha disminuido el crédito interno destinado a las economías domésticas, mientras que ha pasado a aumentar ligeramente el destinado a las empresas no financieras y al sector público. Tras una corrección significativa en los años anteriores, los precios de la vivienda son estables en términos reales. Sin embargo, el desempleo sigue siendo motivo de preocupación y la tasa de desempleo probablemente se mantendrá con dos dígitos en los próximos años, aunque está disminuyendo desde 2011 y se prevé que siga reduciéndose. *La Comisión no procederá por el momento a un examen exhaustivo en el contexto del PDM.*

**Luxemburgo:** En el ciclo anterior del PDM no se detectaron desequilibrios en Luxemburgo. En el cuadro de indicadores actualizado una serie de indicadores rebasan el umbral indicativo correspondiente, a saber: el superávit de la balanza por cuenta corriente, los costes laborales unitarios nominales, el endeudamiento del sector privado y, esta vez también, las cuotas en el mercado de exportación. En cuanto al sector exterior, se espera que en los próximos años disminuya el persistente y amplio superávit de la balanza por cuenta corriente, que rebasa el umbral indicativo. Ello no parece relacionado con una demanda interna excesivamente moderada, sino que se deriva fundamentalmente de la altísima concentración de actividades económicas en Luxemburgo, principalmente en el sector financiero, atraídas por unas favorables condiciones globales (en particular, la fiscalidad). Si bien el superávit de la balanza por cuenta corriente es poco probable que constituya un desequilibrio perjudicial para Luxemburgo o para sus países socios, dicho superávit oculta un continuo déficit de la balanza de mercancías, que refleja pérdidas en las cuotas globales de los mercados de exportación. Al mismo tiempo, Luxemburgo sigue aumentando sus cuotas en los mercados de exportación de servicios. La evolución de los costes laborales unitarios es la causa probable de los pobres resultados de la balanza de mercancías; en realidad, los costes laborales unitarios nominales han aumentado considerablemente más deprisa que en la zona del euro desde 2000 y más de cinco veces más deprisa que en Alemania. Por otro lado, se prevé que en los próximos años los CLU aumenten más que la media de la UE, a pesar de las medidas relativas a los salarios adoptadas recientemente por el Gobierno. El alto endeudamiento del sector privado se explica principalmente por grandes

operaciones de préstamo y de empréstito dentro de sociedades no financieras internacionales, más que por un endeudamiento excesivo del sector privado. El endeudamiento de las economías domésticas es relativamente limitado y se deriva principalmente de préstamos inmobiliarios. Aunque en la pasada década los precios de la vivienda registraron una fuerte subida acumulada, esta subida se ha ralentizado, lo que refleja principalmente la interacción entre la fuerte demanda y la escasa oferta. Por último, aunque el sector financiero se mantiene sólido globalmente, la crisis financiera parece haber mermado su potencial de crecimiento. Teniendo en cuenta el gran tamaño de este sector en comparación con el conjunto de la economía, es motivo de preocupación el impacto que tendrá su pérdida de dinamismo en el empleo y la sostenibilidad de las finanzas públicas. *La Comisión no procederá por el momento a un examen exhaustivo en el contexto del PDM.*

**Hungría:** En mayo de 2012, la Comisión concluyó que Hungría estaba experimentando graves desequilibrios, particularmente en relación con la evolución de la posición de inversión internacional neta y las consecuencias del alto nivel de deuda pública. En el cuadro de indicadores actualizado, algunos indicadores rebasan sus umbrales indicativos: al igual que el año pasado, la posición de inversión internacional neta y la deuda pública y, este año, los indicadores relativos a la tasa de desempleo y al endeudamiento del sector privado (ligeramente superiores a sus umbrales). Los desequilibrios externos se han reducido con el superávit de la balanza por cuenta corriente por tercer año consecutivo y la constante mejora de la PIIN, aunque se mantiene significativamente por encima del umbral. Se espera que esta situación se mantenga en los dos próximos años. El cambio de signo del saldo de la balanza por cuenta corriente fue principalmente el resultado de una reducción de la demanda interna; la competitividad de las exportaciones no ha variado de forma sustancial. Tras una disminución acentuada durante la recesión de 2009, el déficit en los ingresos de los factores ha empezado a ampliarse de nuevo, aunque se mantiene por debajo de los niveles de antes de la crisis. Ambos aspectos sugieren que la corrección exterior es parcialmente cíclica. El desapalancamiento del sector privado es necesario para corregir los desequilibrios, principalmente en el sector de las economías domésticas. Al mismo tiempo, la rápida disminución del crédito a las empresas, en un contexto de incertidumbre política e imposición de cargas adicionales al sector financiero, ha contribuido a unos mínimos históricos de las tasas de inversión, lo que, a su vez, ha minado el potencial de crecimiento del país. Se prevé que las inversiones sigan disminuyendo en 2012 y solo se estabilicen en los años siguientes. La deuda pública, en ligera disminución pero aún a un nivel sustancial, junto con políticas desfavorables para el entorno empresarial, implican unos mayores riesgos, también reflejados en un coste de la financiación relativamente elevado tanto para el sector público como para el sector privado. El repunte de la tasa de desempleo puede ser menos preocupante de lo que podrían sugerir los datos, dado que refleja principalmente una mayor tasa de actividad junto con una vuelta del empleo a los niveles anteriores a la crisis. En noviembre de 2011, el Gobierno solicitó formalmente la apertura de negociaciones con vistas a una ayuda financiera de carácter preventivo. Sin embargo, estas negociaciones no han avanzado de forma significativa. *La Comisión, teniendo en cuenta particularmente los graves desequilibrios detectados en mayo, considera útil un examen exhaustivo para analizar más a fondo los riesgos implicados y los avances en la corrección de los desequilibrios.*

**Malta:** En el ciclo anterior del PDM no se detectaron desequilibrios en Malta. En el cuadro de indicadores actualizado, una serie de indicadores rebasan sus umbrales indicativos, a saber: el endeudamiento del sector privado, el saldo de la balanza por cuenta corriente y la deuda pública. El

endeudamiento del sector privado rebasa el 200% del PIB, lo que refleja principalmente una gran expansión del crédito a las empresas no financieras durante los años de auge. Sin embargo, el sector privado no parece presentar actualmente un apalancamiento excesivo, dado que las economías domésticas y las empresas poseen importantes activos financieros y la estructura de vencimientos de su deuda es relativamente favorable: aproximadamente dos terceras partes de la misma vence a largo plazo. La balanza por cuenta corriente ha arrojado considerables déficits durante la pasada década, pero la evolución reciente sugiere que está teniendo lugar una corrección, que también se refleja en el aumento de cuotas en el mercado de exportación, gracias a unos mayores ahorros y a unos incrementos más moderados de los costes laborales unitarios. En los próximos años se espera que la balanza por cuenta corriente siga arrojando un pequeño superávit y los costes laborales unitarios aumenten a una tasa próxima a la media de la zona del euro. Por otro lado, la sostenibilidad de la balanza de pagos de Malta se ve favorecida por su posición exterior neta acreedora y por una posición de inversión internacional neta positiva. Sin embargo, teniendo en cuenta los grandes volúmenes de que se trata, debe seguirse de cerca la vulnerabilidad de la PIIN frente a evoluciones desfavorables. El sector financiero tiene un gran tamaño en proporción con la economía del país, representando el total de pasivos cerca del 900% del PIB en 2011. La tasa de crecimiento del total de pasivos financieros ha rebasado el umbral indicativo varias veces durante la pasada década, lo que ha dado lugar a que el aumento acumulado en 2011 rebasa significativamente la media de la zona del euro. El riesgo de interacciones negativas parece limitado debido al hecho de que una parte significativa de estos flujos ha llegado a bancos de orientación internacional muy poco expuestos a la economía nacional. Sin embargo, en el contexto actual de deterioro de las condiciones económicas, está justificado un seguimiento estrecho del sistema bancario nacional debido a su gran exposición al mercado inmobiliario, que ha registrado una fuerte subida de precios seguida por una corrección limitada durante la pasada década, y al bajo nivel de provisiones para pérdidas por deterioro de préstamos. *La Comisión, considera útil un examen exhaustivo para analizar los riesgos subyacentes con vistas a determinar si existen o no desequilibrios.*

**Países Bajos:** En el ciclo anterior del PDM no se detectaron desequilibrios en los Países Bajos. Desde entonces, como se expone en las previsiones más recientes de la Comisión, se ha producido un deterioro de las perspectivas de crecimiento asociado a la demanda interna. En el cuadro de indicadores actualizado, una serie de indicadores rebasan sus umbrales indicativos, a saber: el superávit de la balanza por cuenta corriente, las cuotas del mercado de exportación, el endeudamiento del sector privado y la deuda pública. En cuanto al sector exterior, los persistentes y amplios superávits de la balanza por cuenta corriente, muy por encima de los umbrales indicativos, están principalmente impulsados por la balanza comercial, y especialmente por el saldo positivo de las exportaciones netas de gas. Los superávits también se deben cada vez más a un superávit creciente de la balanza de servicios y a un aumento de los ingresos procedentes de las inversiones directas en el extranjero, aunque los Países Bajos han sufrido pérdidas de cuota en el mercado de exportación por encima del umbral indicativo. Esto refleja, en particular, la tendencia positiva de los beneficios recibidos del extranjero, que han reforzado el ahorro de las empresas no financieras. Como reflejo de estas tendencias, la PIIN neerlandesa ha mejorado notablemente en los últimos años. De cara al futuro, las previsiones indican un nuevo aumento del superávit de la balanza por cuenta corriente hasta cerca del 10% del PIB. Las pérdidas moderadas de competitividad de los bienes y servicios producidos dentro del país han sido globalmente compensadas por el dinamismo de las reexportaciones. La pérdida global de cuota en los mercados de exportación ha sido moderada. El indicador de los costes laborales unitarios es inferior al umbral y se prevé que estos

costes aumenten paralelamente a la media de la zona del euro a corto plazo. Los riesgos que pesan sobre la economía neerlandesa se derivan principalmente de la situación del mercado de la vivienda y el alto nivel de endeudamiento de las economías domésticas; como consecuencia de ello el indicador de endeudamiento del sector privado rebasa significativamente el umbral indicativo. Aunque las economías domésticas tienen unos sólidos activos financieros netos, el ratio deuda/activos sigue aumentando, lo que constituye una fuente de riesgos para su situación financiera. La alta proporción que representan las deudas hipotecarias en la renta disponible de las economías domésticas se debe en gran medida a los incentivos fiscales, que durante muchos años las han alentado a contraer grandes préstamos hipotecarios, y a las innovaciones financieras, que les han facilitado el acceso al crédito. Esto ha contribuido a la subida de los precios de la vivienda. Sin embargo desde la crisis dichos precios están bajando. La reducción se ha intensificado en el último año y es probable que continúe durante algún tiempo. Aunque el nuevo Gobierno ha aprobado medidas de reforma, se prevé que las perspectivas del mercado inmobiliario sigan siendo desfavorables en tanto se mantenga sombrío el panorama económico. Esto ha afectado a la economía real a través de sus efectos en la riqueza y en la confianza y también, indirectamente, al sector financiero, lo que implica la necesidad de realizar un seguimiento estrecho de los riesgos asociados. *La Comisión, considera útil un examen exhaustivo para analizar los riesgos subyacentes con vistas a determinar si existen o no desequilibrios.*

**Austria:** En el ciclo anterior del PDM no se detectaron desequilibrios en Austria. En el cuadro de indicadores actualizado, una serie de indicadores rebasan sus umbrales indicativos, a saber: la variación de las cuotas del mercado de exportación, el endeudamiento del sector privado y la deuda pública. La cuota global del mercado de exportación de Austria disminuyó un 11,5% en 2006-2011, pero la pérdida de cuotas de mercado parece haber finalizado en 2011. Los indicadores del tipo de cambio real efectivo y de los CLU no indican problemas en el ámbito de la competitividad de precios y de costes, y se prevé que el aumento de los CLU se mantenga claramente por debajo del umbral indicativo en el periodo 2012-2014. Austria ha mantenido una sólida posición desde el punto de vista de la productividad absoluta (PIB expresado en PPC por persona empleada) y de las exportaciones por persona empleada. Sin embargo, recientemente, en 2010-2011, ha tenido lugar una disminución del superávit de la balanza por cuenta corriente, de forma un tanto abrupta, con unas exportaciones situadas a un nivel inferior al de antes de la crisis. Ello desaconseja formular una apreciación demasiado positiva de la situación y puede apuntar a la necesidad de fomentar la capacidad de la economía austríaca de innovar y diversificarse. De cara al futuro, se espera que el superávit se mantenga sólido a medida que se recuperan gradualmente las exportaciones netas. Por otra parte, la deuda de las administraciones públicas es elevada (72,3% del PIB). Aunque el país parece seguir el rumbo adecuado para la corrección del déficit excesivo, la reducción del ratio de deuda no está prevista para antes de 2014 y requerirá un esfuerzo presupuestario sostenido. Al mismo tiempo que se limita el riesgo de interacciones negativas entre el sector público y el sector financiero, el proceso de reestructuración de los bancos nacionalizados aún sigue sujeto a ciertos riesgos en relación con los plazos. El endeudamiento del sector privado pasó a superar ligeramente el umbral indicativo en 2010 tras una continua acumulación de pasivos empresariales a lo largo de varios años. En 2011, los pasivos financieros de las economías domésticas y las empresas aumentaron más lentamente que el PIB. La expansión del crédito al sector privado disminuyó en el transcurso de 2011, y también en 2012, al ser limitado el volumen de los empréstitos contraídos por las empresas y las economías domésticas. Por una parte, las empresas acumularon un amplio volumen de fondos propios; por otra, la demanda de inversión y consumo ha disminuido. Por consiguiente, el ratio de endeudamiento en 2011 (160,7% del PIB) solo

rebasó marginalmente el umbral y probablemente siga disminuyendo paralelamente a la atonía de la demanda de crédito. *La Comisión no procederá por el momento a un examen exhaustivo en el contexto del PDM.*

**Polonia:** En el ciclo anterior del PDM no se detectaron desequilibrios en Polonia. En el cuadro de indicadores actualizado, dos indicadores rebasan los umbrales indicativos, a saber, el saldo de la balanza por cuenta corriente y la posición de inversión internacional neta (PIIN). El déficit de la balanza por cuenta corriente, que actualmente es ligeramente superior al umbral, se ha financiado en gran parte con entradas de fondos de la UE e IED relativamente estables, que apoyan la expansión de un sector manufacturero orientado a la exportación y el desarrollo de una moderna red de infraestructuras de transporte. Por otro lado, se espera que el déficit de la balanza por cuenta corriente disminuya gradualmente en un futuro próximo como consecuencia de una débil demanda interna que reducirá las importaciones y mejorará la competitividad de precios. La posición de inversión internacional neta rebasa el umbral, pero la deuda externa neta es más limitada, aunque la creciente dependencia de la deuda soberana respecto de acreedores extranjeros podría constituir una fuente de riesgo. En 2006-2008, las pérdidas de competitividad de precios fueron limitadas, habiendo estado impulsadas por un aumento del tipo de cambio nominal, pero la tendencia cambió un tanto desde 2009, ya que la aversión al riesgo a escala mundial amplió la volatilidad y llevó a la depreciación de la moneda nacional. A pesar de estas pérdidas, Polonia experimentó aumentos, aunque decrecientes, de sus cuotas del mercado de exportación y aumentos limitados de sus costes laborales unitarios nominales, que se espera se moderen aún más paralelamente al empeoramiento de la situación del mercado de trabajo. Por otra parte, la proporción que representa la deuda privada en el PIB se mantiene moderada, a pesar de la considerable expansión del crédito observada en 2006-2009. En el pasado, una proporción significativa de los nuevos préstamos, especialmente hipotecarios, solía estar denominada en moneda extranjera, lo que aumentó los riesgos para la estabilidad del sector bancario y de las economías domésticas, especialmente durante el reciente periodo de mayor volatilidad y depreciación de la moneda. Sin embargo, la expansión global del crédito disminuyó considerablemente y el suministro de nuevos préstamos en divisas disminuyó de forma acusada en 2010-2012. Los precios de la vivienda han disminuido continuamente desde 2008, aunque a un ritmo moderado, y se ha podido hacer frente a las repercusiones en el sector financiero, estando asociados la mayor parte de los préstamos no productivos al sector empresarial y al crédito al consumo. *La Comisión no procederá por el momento a un examen exhaustivo en el contexto del PDM.*

**Eslovenia:** En mayo de 2012, la Comisión concluyó que Eslovenia estaba experimentando graves desequilibrios macroeconómicos, particularmente en relación con la evolución del desapalancamiento del sector empresarial, la estabilidad bancaria y, en cierta medida, también la competitividad exterior. Desde entonces, Eslovenia ha realizado algunos progresos en materia de recapitalizaciones bancarias y saneamiento presupuestario, pero la situación sigue siendo inestable. En el cuadro de indicadores actualizado, dos indicadores rebasan los umbrales indicativos, a saber, la posición de inversión internacional neta (PIIN) y, este año, las variaciones en las cuotas del mercado de exportación. En cuanto al sector exterior, la PIIN se mantiene por encima del umbral indicativo, pero a proximidad del mismo. En ausencia de grandes cambios de valoración, el aumento previsto del superávit de la balanza por cuenta corriente tendería a reducir este desequilibrio. El indicador de los costes laborales unitarios ya no rebasa el umbral indicativo, al haberse mantenido la estabilidad de los salarios nominales y el aumento de la

productividad del trabajo, y se espera que continúe esta tendencia. Al mismo tiempo, el indicador relativo a las pérdidas de cuota en el mercado de exportaciones ha pasado a situarse marginalmente por encima del umbral. Sin embargo, la economía eslovena es más vulnerable de lo que estos indicadores pueden sugerir, debido a los riesgos significativos asociados al sistema bancario y a las dificultades del actual proceso de desapalancamiento, que no quedan perfectamente reflejadas en la baja moderada del nuevo indicador relativo a los pasivos del sector financiero. El sector de la construcción se ha comprimido y ya solo representa una fracción del de antes de la crisis, pero los elevados precios de la vivienda y el bajo volumen de las transacciones sugieren que el mercado inmobiliario aún no se ha ajustado. Esto puede implicar la posibilidad de nuevos ajustes, particularmente en lo que se refiere a la valoración de las garantías. Las empresas no financieras siguen con un grado excesivo de apalancamiento y los préstamos dudosos en estos segmentos siguen afectando al sector bancario.

Por último, en un contexto de mayor tensión sobre la financiación estatal, las dificultades para aplicar las reformas son una fuente constante de vulnerabilidad. *La Comisión, teniendo en cuenta particularmente los graves desequilibrios detectados en mayo, considera útil un examen exhaustivo para analizar más a fondo los riesgos implicados y los avances en la corrección de los desequilibrios.*

**Eslovaquia:** En el ciclo anterior del PDM no se detectaron desequilibrios en Eslovaquia. En el cuadro de indicadores actualizado, dos indicadores rebasan los umbrales indicativos, a saber, la posición de inversión internacional neta (PIIN) y la tasa de desempleo. En 2011, la PIIN registró una mejora marginal, pero la mayoría de los pasivos exteriores corresponden a instrumentos que no constituyen una deuda (particularmente IED, que se han dirigido principalmente hacia industrias orientadas a la exportación). Unos saldos más favorables de las balanzas de bienes y servicios y una creciente salida de ingresos han contribuido a la estabilidad de la balanza por cuenta corriente desde 2009. Debido a la fuerte expansión de las exportaciones de manufacturas, se espera una mejora de la balanza comercial y la balanza por cuenta corriente a partir de 2012. Los indicadores relativos al tipo de cambio real efectivo y a los costes laborales unitarios nominales se encuentran actualmente por debajo de sus umbrales respectivos, al ir desapareciendo gradualmente los efectos de la fuerte apreciación nominal anterior a la adopción del euro y de la baja de la productividad inducida por la recesión en 2009. Se espera que en los próximos años el desempleo se mantenga muy por encima del nivel de antes de la crisis, por lo que las presiones salariales se mantendrían bajo control. El mantenimiento de una evolución relativamente favorable de los indicadores de competitividad también se refleja en el aumento actual de la productividad laboral y de las cuotas en los mercados de exportación. El sector bancario, en gran parte en manos extranjeras, no permitió una fuerte expansión de los préstamos, lo que evitó una excesiva expansión del crédito en Eslovaquia y contribuyó a mantener a un nivel relativamente limitado la deuda pública y la deuda privada. Sin embargo, el ratio de deuda pública ha aumentado sustancialmente en los últimos años. La tasa de desempleo, muy superior al umbral, sigue siendo una de los problemas estructurales más acuciantes que afectan a la economía nacional. El alto nivel de desempleo persistente refleja la ausencia de mejoras en el mercado laboral desde el inicio de la crisis y la persistencia de importantes disparidades regionales en materia de crecimiento económico y empleo. *La Comisión no procederá por el momento a un examen exhaustivo en el contexto del PDM.*

**Finlandia:** En mayo de 2012, la Comisión concluyó que Finlandia experimentaba desequilibrios macroeconómicos, particularmente en relación con la evolución de la competitividad. Una serie de indicadores rebasan los umbrales indicativos, a saber: los relativos a la variación de las cuotas del mercado de exportación, los costes laborales unitarios nominales, el endeudamiento del sector privado y la tasa de expansión de los pasivos del sector financiero. En cuanto al sector exterior, persisten problemas de competitividad; Finlandia sigue sufriendo importantes pérdidas de cuota en los mercados de exportación, aunque a menor ritmo que en 2009-2010, cuando las pérdidas fueron muy acusadas. Antes de 2009, Finlandia sufrió pequeñas pérdidas anuales de cuota en los mercados exportadores, interrumpidas a veces por pequeños aumentos de cuota. Sin embargo en 2009-2010 sufrió pérdidas significativas; en 2011 siguió registrando pérdidas, aunque menores. La disminución de las cuotas de Finlandia en los mercados de exportación refleja en parte dificultades derivadas de factores de la competitividad no relacionada con los precios y la disminución de las exportaciones del sector electrónico. Esta evolución ha estado acompañada por un aumento de los costes laborales unitarios nominales y el paso gradual de un superávit a un pequeño déficit de la balanza por cuenta corriente en 2011. Se prevé que los costes laborales unitarios sigan aumentando más deprisa que la media de la zona del euro y que el déficit de la balanza por cuenta corriente prosiga y aumente un tanto. En cuanto al sector interno, la economía parece más equilibrada que el pasado año: la deuda del sector privado (de empresas no financieras) está disminuyendo, pero aún se mantiene por encima del umbral. El sector de empresas no financieras ha iniciado un proceso de desapalancamiento y se espera que las economías domésticas inicien ligeramente la reducción de su endeudamiento en 2013. Mientras tanto los precios reales de la vivienda, que se situaron por encima del umbral indicativo en 2010, disminuyeron ligeramente en 2011, lo que confirma la evaluación expuesta en el anterior informe exhaustivo de que existía un riesgo limitado de recalentamiento en el mercado inmobiliario. El sector financiero se mantiene fuerte, con un alto nivel de solvencia, mientras que podría mejorarse la liquidez. Se ha producido un fuerte aumento de los pasivos financieros del sector financiero, pero gran parte de este aumento se debe a la decisión de una entidad financiera de descentralizar sus derivados en su filial finlandesa. *La Comisión, teniendo en cuenta particularmente los desequilibrios detectados en mayo, considera útil examinar más a fondo la persistencia de los desequilibrios o su corrección.*

**Suecia:** En mayo de 2012, la Comisión concluyó que Suecia experimentaba desequilibrios macroeconómicos, particularmente en relación con la evolución del endeudamiento del sector privado y el mercado inmobiliario. En el cuadro de indicadores actualizado, algunos indicadores rebasan el umbral indicativo, a saber: el superávit de la balanza por cuenta corriente, la variación de las cuotas en el mercado de exportación y la deuda del sector privado. El superávit de la balanza por cuenta corriente ha seguido una tendencia decreciente desde 2007 y se espera siga disminuyendo a medio plazo. Los fuertes superávits reflejan unas normas presupuestarias ambiciosas y unos elevados ahorros de las economías domésticas relacionados con las pensiones, y no unas políticas que contendrían artificialmente la demanda interna. Las significativas pérdidas de cuota en los mercados exportadores en 2005-2009 disminuyeron considerablemente en 2010-2011. Estas pérdidas no parecen derivarse de una evolución desfavorable de los precios y los costes internos, ya que los precios y los costes laborales unitarios han aumentado más lentamente que los de los principales socios comerciales del país; como en el caso de otros Estados miembros, las pérdidas reflejan, más bien, la integración de las economías de rápido crecimiento en el mercado mundial. Para los próximos años se espera que los costes laborales unitarios aumenten moderadamente. En cuanto al sector interno, merece atención el alto nivel de deuda privada, que es significativamente superior al umbral. La deuda de las empresas se ajustó un tanto en 2009-2011, pero se mantiene a un nivel elevado incluso si no se tienen en cuenta los préstamos entre



empresas. El nivel de deuda de las economías domésticas implica, a pesar de algunos factores atenuantes, un mayor riesgo para la estabilidad macroeconómica al aumentar la sensibilidad de la situación financiera de las economías domésticas a las perturbaciones. Aunque los precios de la vivienda se estabilizaron en 2011 y el análisis exhaustivo de 2012 no detectó ningún desajuste significativo de estos, las anteriores subidas recomiendan cautela. El mercado inmobiliario sigue propenso a una evolución desequilibrada como consecuencia de unas políticas que tienden a crear presiones al alza de los precios y contribuyen a la acumulación de deuda de las economías domésticas. A pesar del alto nivel de endeudamiento del sector privado, los riesgos para los bancos están limitados por sus elevadas reservas de liquidez y su elevado nivel de capitalización, una buena capacidad de servicio de la deuda de las empresas y las economías domésticas, y un largo periodo de bajas tasas de impago. Por otra parte, el alto nivel de endeudamiento del sector privado hace a los bancos suecos más vulnerables a una posible pérdida de confianza de los inversores en caso de una mayor baja de los precios de la vivienda. A corto o medio plazo, el ratio deuda privada/PIB y los precios nominales de la vivienda probablemente se mantendrán globalmente estables teniendo en cuenta la disminución del crédito a las economías domésticas y las empresas y las recientes medidas adoptadas en el mercado inmobiliario. *La Comisión, teniendo en cuenta particularmente los desequilibrios detectados en mayo, considera útil examinar más a fondo la persistencia de los desequilibrios o su corrección.*

**Reino Unido:** En mayo de 2012, la Comisión concluyó que el Reino Unido estaba experimentando graves desequilibrios macroeconómicos, particularmente en relación con la evolución de la deuda de las economías domésticas, el mercado inmobiliario y, en cierta medida, también la competitividad exterior. En el cuadro de indicadores actualizado, una serie de indicadores rebasan sus umbrales indicativos, a saber: la variación de las cuotas del mercado de exportación, la deuda pública y el endeudamiento del sector privado. En cuanto al sector exterior, las cuotas del mercado de exportación experimentaron grandes pérdidas en 2007-2008, situando el indicador muy por encima del umbral, pero se mantuvieron globalmente estables en 2011. El déficit de la balanza por cuenta corriente fue del 1,9% del PIB en 2011, contribuyendo a mantener el indicador por debajo del umbral. Sin embargo, es probable que la balanza por cuenta corriente se deteriore en 2012 debido a unos resultados netos del comercio exterior peores de lo previsto, lo que se explicaría por una débil demanda externa y unas importaciones sorprendentemente elevadas. Con todo, en los próximos años se espera que disminuya el déficit, paralelamente al lento reequilibrio de la economía, dirigida hacia el logro de exportaciones netas, aunque con la persistencia de un déficit significativo de la balanza de mercancías. Para mejorar sus resultados comerciales, el Reino Unido deberá superar importantes retos estructurales, tales como la necesidad de aumentar la productividad y la competitividad no relacionada con los precios del sector manufacturero, mantener el dinamismo de las exportaciones de servicios observado antes de la crisis y continuar la reorientación de las exportaciones hacia los mercados de las economías de rápido crecimiento. La situación externa neta del Reino Unido es ligeramente negativa, pero sostenible, habiendo mejorado en 2011 la PIIN. En cuanto a la dimensión interna, las economías domésticas siguieron reduciendo gradualmente su nivel de endeudamiento al mantenerse deprimida la actividad en el sector inmobiliario y mantenerse a un nivel muy bajo los créditos al sector privado. Sin embargo, el endeudamiento del sector privado aún se mantiene muy por encima del umbral indicativo. El proceso de desapalancamiento puede perder impulso si la economía se recupera, ya que una oferta de vivienda limitada significa que los precios de la vivienda probablemente se mantendrán elevados a medio plazo, y las deudas hipotecarias podrían aumentar de nuevo

cuando mejoren las condiciones crediticias. En cambio, si los precios de la vivienda caen, ello podría afectar al gasto de los consumidores y crear riesgos para los prestamistas. El alto y creciente nivel de deuda pública sigue siendo preocupante y, aunque aún se prevé que el déficit público disminuirá gradualmente, los avances hacia el saneamiento presupuestario han disminuido en el contexto de un débil crecimiento económico. Por último, la continuación de la corrección de los balances del sector financiero británico —que es uno de los que presenta el mayor grado de apalancamiento en la UE— significa que no se espera un rápido aumento de los pasivos bancarios, aunque, a su vez, la escasez de crédito está frenando el crecimiento económico y, por consiguiente, los avances en materia de saneamiento presupuestario. *La Comisión, teniendo en cuenta particularmente los desequilibrios detectados en mayo, considera útil examinar más a fondo la persistencia de los desequilibrios o su corrección.*

#### 4. CONCLUSIONES

Desequilibrios macroeconómicos tales como déficits y superávits externos amplios y persistentes, pérdidas de competitividad y la acumulación de deuda privada y pública han contribuido a agravar la crisis. La segunda aplicación del procedimiento de desequilibrio macroeconómico tiene lugar en el contexto de la persistencia de tensiones financieras, incertidumbre y unas bajas perspectivas de crecimiento. La corrección de los desequilibrios configura el panorama económico. Los Estados miembros siguen realizando ajustes para superar la crisis, aunque los retos y efectos de contagio que afrontan a nivel individual son diferentes en amplitud y gravedad. Como se indica en el Estudio Prospectivo Anual sobre el Crecimiento de la Comisión<sup>7</sup>, además de corregir los significativos desequilibrios que se han acumulado en los últimos años, la Unión y los Estados miembros también están abordando los retos interrelacionados que plantea el bajo crecimiento y el alto desempleo, la garantía de una hacienda pública sostenible y el restablecimiento de la estabilidad del sistema financiero. El buen funcionamiento del mercado único también contribuye a mejorar el potencial de crecimiento y la corrección de los desequilibrios<sup>8</sup>.

Numerosos Estados miembros están procediendo a un ajuste de los desequilibrios macroeconómicos, especialmente aquellos que han tenido altos déficits externos y amplios desequilibrios en la situación financiera de las economías domésticas y/o de las empresas y en el sector público. Este proceso, al que le queda aún bastante camino por recorrer, ha llevado a algunos Estados miembros a un aumento significativo de los niveles de desempleo y a una reducción del nivel de actividad económica a corto plazo.

---

<sup>7</sup> COM (2012)...., de 28 de noviembre de 2012.

<sup>8</sup> Esto requiere la rápida aplicación de las principales medidas incluidas en las Actas del Mercado Único I y II y mayores esfuerzos de reforma a nivel nacional, según se establece en la Comunicación relativa al informe anual sobre la integración del mercado único [COM (2012)...., de 28 de noviembre de 2012].

En el ciclo anterior, la Comisión seleccionó 12 Estados miembros para los que estaba justificada la realización de un análisis exhaustivo<sup>9</sup>, habiéndose confirmado en cada uno de estos casos la existencia de desequilibrios en el marco del componente preventivo del PDM. El enfoque global adoptado se explica por el hecho de que el año pasado se realizó por primera vez la supervisión en el marco de este procedimiento, por lo que también había de contemplar la corrección de los desequilibrios acumulados anteriormente. Algunos Estados miembros deben corregir sus desequilibrios acumulados tanto a nivel interno como externo. Tendrán que reducir sus altos niveles de endeudamiento global y recobrar competitividad con objeto de mejorar las perspectivas de crecimiento y los resultados de las exportaciones. Un análisis exhaustivo contribuirá a evaluar los factores de la evolución de la productividad, la competitividad y los intercambios comerciales, así como las implicaciones del nivel acumulado de endeudamiento y el grado de relación entre los desequilibrios de varios Estados miembros. Algunos países están experimentando un rápido proceso de ajuste debido en parte a los efectos del proceso de aproximación económica y esta evolución también requiere un examen más detenido.

Teniendo en cuenta las conclusiones de mayo de 2012 relativas a la existencia de desequilibrios macroeconómicos, y el cuadro de indicadores actualizado, la Comisión considera necesario analizar más a fondo la evolución de la acumulación y la corrección de desequilibrios y los riesgos asociados en 14 Estados miembros: Bélgica, Bulgaria, Dinamarca, España, Francia, Italia, Chipre, Hungría, Malta, los Países Bajos, Eslovenia, Finlandia, Suecia y el Reino Unido. Los países que están aplicando actualmente un programa de reformas negociado con la Comisión y respaldado por ayuda financiera exterior son ya objeto de una supervisión económica reforzada, por lo que su situación económica y sus políticas económicas no se examinan en el marco del PDM. Se trata de Grecia, Irlanda, Portugal y Rumanía.

Los 14 Estados miembros para los que la Comisión tiene la intención de iniciar un examen exhaustivo afrontan diferentes retos y riesgos, y particularmente efectos de contagio. Los exámenes exhaustivos contribuirán a evaluar los riesgos implicados, determinar los Estados miembros que presenten desequilibrios o desequilibrios excesivos y examinar los avances en la corrección de los desequilibrios.

*En el contexto de la supervisión multilateral y de conformidad con el artículo 3, apartado 5, del Reglamento, la Comisión invita al Consejo y al Eurogrupo a debatir el presente informe. La Comisión también espera las aportaciones del Parlamento Europeo y de otras partes interesadas al respecto. La Comisión se basará en estos debates y aportaciones para la elaboración de los análisis exhaustivos relativos a los Estados miembros pertinentes.*

---

<sup>9</sup> Bélgica, Bulgaria, Dinamarca, España, Francia, Italia, Chipre, Hungría, Eslovenia, Finlandia, Suecia y el Reino Unido.

## Anexo 1: Cuadro de indicadores del mecanismo de alerta – definiciones y evolución

El cuadro de indicadores del PDM lo establece y publica la Comisión de conformidad con el artículo 4 del Reglamento nº 1176/2011. En el informe sobre el mecanismo de alerta de febrero de 2012, el cuadro de indicadores estaba compuesto por 10 indicadores que abarcaban la supervisión de conformidad con el artículo 4, apartado 3, del Reglamento<sup>10</sup>. Como se acordó anteriormente, para el ciclo de este año se ha añadido al cuadro de indicadores un undécimo indicador relativo a la tasa de aumento de los pasivos del sector financiero<sup>11</sup>. Se han mantenido invariadas las definiciones de los otros 10 indicadores.

Aunque la primera versión del cuadro de indicadores del PDM ya contenía una serie de variables financieras (tales como el flujo de crédito al sector privado, la deuda del sector privado y la deuda del sector público), el Parlamento Europeo<sup>12</sup> y el Consejo<sup>13</sup> respaldaron la intención de la Comisión de añadir al cuadro de indicadores, con antelación suficiente para el segundo ciclo del PDM, un indicador adicional encaminado a reflejar mejor las interrelaciones entre la economía real y el sector financiero<sup>14</sup>. La Junta Europea de Riesgo Sistemático (JERS) también proporcionó observaciones y sus puntos de vista sobre el diseño inicial del cuadro de indicadores, así como sobre los planes para un indicador adicional relativo al sector financiero<sup>15</sup>.

Con el cuadro de indicadores se pretende hacer posible una detección temprana de los desequilibrios. Con este fin, la elección de los indicadores se centra en los elementos más relevantes de los desequilibrios externos e internos: se incluyen en particular datos sobre las balanzas por cuenta corriente, las posiciones de inversión internacional neta, los tipos de cambio reales efectivos, las cuotas del mercado de exportación, así como los precios de los activos, incluido el precio de la vivienda, el endeudamiento público y privado, la expansión del crédito y el desempleo. Se han

---

<sup>10</sup> Véase también «Scoreboard for the Surveillance of Macroeconomic Imbalances», *European Economy, Occasional Papers*, 92.

<sup>11</sup> Véase el documento de acompañamiento denominado «Completing the Scoreboard for the MIP: Financial Sector Indicator», SWD (2012) 389.

<sup>12</sup> Punto 9 de la Resolución del Parlamento Europeo de 15.12.2011. «El Parlamento Europeo (...) toma nota de la intención de la Comisión de proporcionar, para finales de 2012 y a tiempo para el Semestre Europeo siguiente, una nueva serie de indicadores, con sus correspondientes umbrales, relativos al sector financiero».

<sup>13</sup> Punto 9 de las Conclusiones del Consejo EcoFin de 8.11.2011: « (...) También se pide a la Comisión que presente, antes de finalizar 2012 y de conformidad con el Reglamento, propuestas relativas a un indicador para el sector financiero, con vistas a su inclusión en el marco del Semestre Europeo de 2013».

<sup>14</sup> El artículo 4, apartado 3, letra a), del Reglamento (UE) nº 1176/2011 dispone que el cuadro de indicadores debe abarcar, entre otras cosas, «(...) desequilibrios internos, incluidos los que pueden surgir como consecuencia del endeudamiento público y privado, de la evolución de los mercados financieros y de activos, incluido el sector inmobiliario (...)».

<sup>15</sup> «Views of the ESRB on the Envisaged Scoreboard Indicators Relevant for Financial Market Stability», <http://www.esrb.europa.eu/pub/html/index.en.html>.

establecido umbrales indicativos en niveles prudenciales con vistas a evitar un número excesivo de «falsas alarmas», pero no en niveles tales que solo permitan detectar los problemas una vez arraigados<sup>16</sup>.

Las definiciones de los indicadores figuran en el cuadro A1. El cuadro A2 muestra los valores de los indicadores actualizados, y los umbrales indicativos correspondientes. Los valores de los indicadores para los años anteriores figuran en el anexo estadístico adjunto<sup>17</sup>. Las zonas sombreadas indican que el valor del indicador rebasa el umbral indicativo correspondiente. Estos umbrales son los mismos para todos los países (excepto en el caso de los indicadores relativos al tipo de cambio real efectivo y a los costes laborales unitarios, para los que se ha hecho una diferenciación entre los países de la zona del euro y los países no pertenecientes a la zona del euro). Debe observarse que la evaluación también tiene en cuenta los datos más recientes y las perspectivas económicas de las previsiones de otoño de la Comisión, publicadas el 7 de noviembre de 2012<sup>18</sup>.

La evaluación de los desequilibrios —o, más precisamente, la evaluación de si la situación de un determinado Estado miembro justifica un análisis más detallado en el marco de un examen exhaustivo— no resulta de una aplicación mecánica del cuadro de indicadores y de los correspondientes umbrales. Dicha evaluación, realizada por la Comisión, es el resultado de un análisis económico del cuadro de indicadores, complementado con información adicional y con indicadores que tienen debidamente en cuenta las circunstancias e instituciones específicas de cada país, y también considera las conclusiones presentadas en los exámenes exhaustivos de mayo de 2012.

De conformidad con el Reglamento se emplean indicadores adicionales, que se presentan en el cuadro A3. Estos indicadores adicionales abarcan aspectos relacionados con la situación macroeconómica general (por ejemplo, actividad económica e inversión), la convergencia nominal y real dentro y fuera de la zona del euro, incluidos aspectos adicionales del comportamiento del sector comercial, y datos más detallados sobre los pasivos externos, incluidas las IED y la deuda externa neta. También reflejan el potencial de generación de desequilibrios, así como la capacidad de ajuste de una economía, por ejemplo mediante la productividad. La serie de indicadores auxiliares ahora también incluye un indicador adicional relativo al apalancamiento del sector financiero, que deberá contribuir a la interpretación del nuevo indicador relativo a la tasa de aumento de los pasivos del sector financiero.

---

<sup>16</sup> Los umbrales del cuadro de indicadores se han mantenido en el mismo nivel del anterior informe sobre el mecanismo de alerta. El umbral para el nuevo indicador se ha definido como el tercer cuartil de la distribución disponible. De esta forma se sigue el mismo enfoque estadístico utilizado para los otros indicadores (a excepción del indicador relativo a la deuda pública).

<sup>17</sup> Véase el documento de acompañamiento «Statistical Annex to the Alert Mechanism Report, SWD(2012) 421; véase también *Eurostat News Release* de 28 de noviembre de 2012.

<sup>18</sup> *European Economy*, 8/2012.

El cuadro de indicadores es, y debe seguir siendo, una herramienta simple y clara que actúe de filtro para focalizar la supervisión en el marco del PDM. En este contexto, reviste importancia la estabilidad de dicho cuadro a lo largo del tiempo. Actualmente, la Comisión no prevé añadir nuevos indicadores al cuadro. No obstante, la Comisión se compromete a mejorar la calidad del cuadro de indicadores. Con este fin, seguirá manteniendo contactos técnicos con los Estados miembros, el BCE y la JERS, para garantizar que el diseño del cuadro de indicadores se mantiene actualizado. Esto puede llevar a ajustes técnicos en las definiciones de las variables del cuadro de indicadores. Por otro lado, la Comisión (Eurostat) se compromete a garantizar un procedimiento de calidad fiable y jurídicamente vinculante para las estadísticas relativas al cuadro de indicadores y otros datos utilizados en el PDM<sup>19</sup>.

---

<sup>19</sup> Durante 2012, la Comisión (Eurostat) ha trabajado en una serie de cuestiones estadísticas detectadas en el primer ciclo del PDM, particularmente en las estadísticas relativas a la deuda del sector privado y los flujos de crédito. En cuanto a las entidades con fines especiales, Eurostat realizó misiones en varios Estados miembros con objeto de recopilar datos e información detallada sobre los métodos y fuentes estadísticas utilizados. En lo que se refiere a los préstamos entre empresas, se trabajó en el contexto del subgrupo del BCE sobre deuda privada. La información recogida en estos ejercicios servirá de base para el trabajo de los dos grupos operativos que se han creado con la misión de elaborar orientaciones más específicas en relación con las sociedades de cartera, las sedes sociales y las entidades con fines especiales, y sobre la problemática de «datos no consolidados frente a datos consolidados». En lo que se refiere a los índices de los precios de la vivienda, se está trabajando en colaboración con la Comisión (Eurostat), la OCDE, el BCE y el Banco de Pagos Internacionales con el fin de disponer de series trimestrales más antiguas y mejorar los metadatos. Mientras que algunos indicadores globales están sometidos a un marco detallado de análisis de la calidad, otros indicadores globales y algunos indicadores adicionales requieren unos marcos de control de la calidad más precisos y medidas para mejorarlos.

**Cuadro A1. Indicadores y umbrales indicativos**

	Desequilibrios externos y competitividad					Desequilibrios internos					
<b>Indicador</b>	<b>Saldo de la balanza por cuenta corriente</b> (media de tres años, en % del PIB)	<b>Posición de inversión internacional neta</b> (en % del PIB)	<b>Variación porcentual (3 años) del tipo de cambio real efectivo, deflatores IPCA respecto de 35 países industriales (a)</b>	Variación porcentual (5 años) de las <b>cuotas del mercado de exportación</b>	Variación porcentual (3 años) de los <b>costes laborales unitarios (CLU) nominales (b)</b>	Variación porcentual interanual de los <b>precios de la vivienda deflactados (c)</b>	<b>Flujo de crédito al sector privado</b> (en % del PIB) (d), (e)	<b>Tasa de desempleo - media de tres años</b>	<b>Deuda del sector privado</b> (en % del PIB) (d), (e)	<b>Deuda de las administraciones públicas</b> (en % del PIB) (f)	Variación porcentual interanual de los <b>pasivos totales del sector financiero</b> , datos no consolidados
<b>Fuente de datos</b>	EUROSTAT (estadísticas de la balanza de pagos)	EUROSTAT (estadísticas de la balanza de pagos)	DG ECFIN (base de datos sobre competitividad de precios y de costes)	EUROSTAT (estadísticas de la balanza de pagos).	EUROSTAT (contabilidad nacional)	EUROSTAT	EUROSTAT (contabilidad nacional)	EUROSTAT (encuesta de población activa)	EUROSTAT (contabilidad nacional)	EUROSTAT (PDE – definición del Tratado).	EUROSTAT (contabilidad nacional)
<b>Umbrales indicativos</b>	-4/+6% Primer cuartil (también utilizado como referencia para el umbral superior)	-35% Primer cuartil	+/-5% para países z. euro +/-11% para países no pertenecientes a z. euro Primer cuartil y cuartil superior de z. euro +/- desviación típica de z. euro	-6% Primer cuartil	+9% para países z. euro +12% para países no pertenecientes a z. euro cuartil superior z. euro +3%	+6% Cuartil superior	+15% Cuartil superior	+10%	160% Cuartil superior	+60%	16,5%
<b>Periodo para el cálculo de los umbrales</b>	1970-2007	Primer año disponible (mediados años 90)-2007	1995-2007	1995-2007	1995-2007	Primer año disponible-2007	1995-2007	1994-2007	1994-2007		1991-2007
<b>Indicadores adicionales para una lectura</b>	Saldo neto de las operaciones financieras con el resto del mundo (saldos balanza de capital + balanza	Deuda externa neta (en % del PIB)	Tipo de cambio real efectivo respecto del resto de la zona del euro	Cuotas de mercado de las exportaciones basadas en los volúmenes de mercancías; productividad	CLU nominales (variación en 1, 5 y 10 años); CLU efectivos respecto del resto de la zona	Precio real de la vivienda (variación acumulada en 3 años); Índice de precios de la	Variación del endeudamiento privado		Deuda del sector privado sobre la base de datos consolidados		Ratio deuda/fondos propios

<b>económico</b>	por cuenta corriente, en % del PIB)			del trabajo; tendencia de crecimiento de la productividad global de los factores	del euro;	vivienda nominales Valor añadido de la construcción residencial					
------------------	-------------------------------------	--	--	--	-----------	--	--	--	--	--	--

**Notas:** (a) Para los socios comerciales de la UE se emplea el IPCA, mientras que para los socios comerciales no pertenecientes a la UE, el deflactor se basa en un índice de precios de consumo cuya metodología es próxima a la del IPCA. (b) Este índice refleja la proporción del salario nominal por trabajador en el PIB real por persona empleada. (c) Variaciones en los precios de la vivienda en relación con el deflactor de consumo de EUROSTAT. (d) El sector privado se define como las empresas no financieras, las economías domésticas y las entidades sin ánimo de lucro al servicio de las economías domésticas. (e) Suma de préstamos y títulos distintos de las acciones; obligaciones no consolidadas. (f) La sostenibilidad de las finanzas públicas *no* se evaluará en el contexto del PDM, dado que este aspecto ya queda cubierto por el PEC. Sin embargo, este indicador forma parte del cuadro de indicadores habida cuenta de que el endeudamiento del sector público contribuye al endeudamiento total del país y, por consiguiente, a su vulnerabilidad global.

**Cuadro A2: Cuadro de indicadores del PDM: valores para 2011**

Año 2011	Desequilibrios externos y competitividad					Desequilibrios internos					
	Saldo de la balanza por cuenta corriente (media de tres años, en % del PIB)	Posición de inversión internacional neta (en % del PIB)	Variación porcentual (3 años) del tipo de cambio real efectivo con defladores IPCA	Variación porcentual (5 años) de las cuotas del mercado de exportación	Variación porcentual (3 años) de los CLU nominales	Variación porcentual interanual de los precios de la vivienda deflactados	Flujo de crédito al sector privado (en % del PIB)	Deuda del sector privado (en % del PIB)	Deuda de las administraciones públicas (en % del PIB)	Tasa de desempleo - media de tres años	Variación porcentual interanual de los pasivos totales del sector financiero, datos no consolidados
<b>Umbral</b>	<b>-4/+6%</b>	<b>-35%</b>	<b>±5% &amp; ±11%</b>	<b>-6%</b>	<b>+9% &amp; +12%</b>	<b>+6%</b>	<b>15%</b>	<b>160%</b>	<b>60%</b>	<b>10%</b>	<b>16.5%</b>
BE	-0,3	65,7	-0,5	-10,2	6,2	-0,1	11,6	236	98	7,8	4,7
BG	-3,4	-85,6	3,1	17,2	20,3	-9,0	-6,7	146	16	9,4	5,6
CZ	-3,0	-49,3	0,3	8,4	3,3	0,0	2,5	78	41	6,9	3,8
DK	5,0	24,5	-1,7	-16,9	4,7	-4,9	-2,2	238	47	7,0	4,7
DE	5,9	32,6	-3,9	-8,4	5,9	1,4	4,8	128	81	6,9	2,1
EE	2,8	-57,8	0,8	11,1	-6,2	3,3	6,8	133	6	14,4	-4,4
IE	0,0	-96,0	-9,1	-12,2	-12,8	-15,2	4,0	310	106	13,3	-0,6
EL	-10,4	-86,1	3,1	-18,7	4,1	-5,1	-5,5	125	171	13,2	-3,4
ES	-4,3	-91,7	-1,3	-7,6	-2,1	-10,0	-4,1	218	69	19,9	3,7
FR	-1,6	-15,9	-3,2	-11,2	6,0	3,8	4,0	160	86	9,6	7,3
IT	-2,9	-20,6	-2,1	-18,4	4,4	-2,0	2,6	129	121	8,2	3,8
CY	-8,4	-71,3	-0,9	-16,4	8,8	-8,5	16,1	288	71	6,6	-0,2
LV	3,1	-73,3	-0,6	23,6	-15,0	4,9	-2,5	125	42	18,1	-4,5
LT	0,0	-52,6	3,6	25,2	-8,4	2,4	-0,8	70	39	15,6	8,9
LU	7,5	107,8	0,8	-10,1	12,5	1,5	2,5	326	18	4,8	11,3
HU	0,6	-105,9	-3,3	-2,8	3,7	-4,1	6,4	167	81	10,7	-2,6



MT	-4,3	5,7	-3,0	11,7	5,8	-2,3	2,2	210	71	6,8	1,4
NL	7,5	35,5	-1,6	-8,2	5,8	-4,0	0,7	225	66	4,2	7,2
AT	2,2	-2,3	-1,0	-12,7	5,9	-8,0	4,1	161	72	4,4	-0,3
PL	-4,6	-63,5	-10,9	12,8	4,3	-5,7	7,1	80	56	9,2	4,4
PT	-9,1	-105,0	-1,9	-9,5	0,9	-3,6	-3,2	249	108	11,9	-0,7
RO	-4,3	-62,5	-2,4	22,8	12,9	-18,9	1,8	72	33	7,2	4,3
SI	-0,4	-41,2	-0,3	-6,1	8,3	1,0	1,9	128	47	7,1	-1,3
SK	-2,1	-64,4	4,3	20,9	4,4	-5,6	3,3	76	43	13,4	1,2
FI	0,6	13,1	-1,3	-22,9	9,1	-0,3	4,6	179	49	8,1	30,8
SE	6,6	-8,3	3,9	-11,6	1,2	1,0	6,3	232	38	8,1	3,6
UK	-2,2	-17,3	-7,1	-24,2	8,1	-5,4	1,0	205	85	7,8	8,5

Nota: (1) Fecha tope para los datos: 1 de noviembre de 2012.

**Cuadro A3: Otros indicadores utilizados en el análisis económico del cuadro de indicadores del PDM (2011)**

	Crecimiento interanual del PIB real	Formación bruta de capital fijo (en % del PIB)	Gastos internos brutos en I+D (en % del PIB)	Saldo de la balanza por cuenta corriente (en % del PIB, datos de la balanza de pagos)	Saldo neto de las operaciones financieras (en % del PIB, datos de la balanza de pagos)	Deuda externa neta (en % del PIB)	Entradas de IED (en % del PIB)	Saldo neto de la balanza de productos energéticos (en % del PIB)	Variación porcentual (3 años) del tipo de cambio real efectivo respecto de z. euro (17)	Variación porcentual interanual de las cuotas de mercado de las exportaciones (en volumen)	Variación porcentual interanual de la productividad del trabajo	Variación porcentual interanual del empleo	Variación porcentual (10 años) de los CLU nominales	Variación porcentual (10 años) de los CLU efectivos respecto de z. euro (17)	Variación porcentual (3 años) de los precios nominales de la vivienda	Construcción residencial (en % del PIB)	Deuda del sector privado (en % del PIB, datos consolidados)	Apalancamiento del sector financiero (ratio deuda/fondos propios)
Año	2011	2011	2011	2011	2011	2011	2011	2011	2011	2011	2011	2011	2011	2011	2011	2011	2011	2011
BE	1,8	20,7	2,0	-1,4	-1,7	-127,6	20,1	-3,7	1,4	-1,6	0,4	1,3	20,3	3,7	5,1	-	143	641
BG	1,7	20,9	0,6	0,3	1,6	33,9	4,5	-0,6		5,2	6,1	-4,2	69,5		-32,4	-	136	414
CZ	1,9	23,9	1,8	-2,8	-2,5	1,1	2,5	-1,4		5,2	1,6	0,6	23,2		-5,0	3,8	73	624
DK	0,8	17,2	3,1	5,6	5,9	18,0	3,8	0,7		1,2	1,2	-0,5	29,3		-11,9	4,7	238	377
DE	3,0	18,1	2,8	5,7	5,7	-2,9	1,1	-19,8	-0,9	2,5	1,6	1,4	5,5	-14,1	5,4	5,6	109	524
EE	8,3	21,7	2,4	2,1	6,3	6,5	1,2	-	3,2	25,7	1,2	6,7	64,4	44,8	-28,0	3,5	132	373
IE	1,4	10,1	1,7	1,1	1,0	-339,2	5,2	-	-6,5	-1,7	3,6	-2,1	15,4	0,1	-38,7	2,6	281	158
EL	-7,1	15,1	-	-9,9	-8,6	-98,0	0,4	-2,7	4,6	-6,0	-1,6	-5,6	31,1	11,5	-3,5	4,7	125	2728
ES	0,4	21,1	1,3	-3,5	-3,0	93,5	2,0	-8,5	0,4	3,2	2,2	-1,6	25,3	4,3	-15,3	6,4	204	941
FR	1,7	20,1	2,3	-2,0	-2,0	36,1	1,5	-12,7	-0,4	-0,8	1,2	0,5	22,3	5,1	3,5	6,1	139	461
IT	0,4	19,6	1,3	-3,1	-3,0	49,0	1,6	-13,9	0,9	-0,2	0,3	0,3	28,3	11,1	0,4	5,5	126	1172
CY	0,5	16,3	0,5	-4,7	-4,5	37,9	5,5	-	0,7	-2,3	0,0	0,4	34,6	12,4	-16,7	5,0	281	2539
LV	5,5	21,3	0,7	-2,2	0,0	46,4	5,1	-0,2		6,8	14,8	-8,4	94,4		-38,7	1,5	118	704
LT	5,9	17,8	0,9	-3,7	-1,3	32,3	3,4	-0,5		7,9	3,8	2,0	33,6		-30,8	1,8	67	633
LU	1,7	19,0	1,4	7,1	6,8	-3022,2	645,3	-	2,0	-2,2	-1,2	2,6	35,7	14,0	6,5	3,4	267	50
HU	1,6	17,9	1,2	0,9	3,3	52,6	3,7	-1,4		2,7	1,2	0,8	44,3		-8,5	1,8	147	562
MT	1,9	14,8	0,7	-0,3	0,7	-158,3	4,7	0,0	1,8	-4,8	-0,5	2,5	23,7	7,0	-4,6	2,5	169	362
NL	1,0	17,7	2,0	9,7	9,7	36,8	1,6	-4,6	0,0	-1,9	0,5	0,6	20,0	3,2	-7,5	4,9	224	231
AT	2,7	21,4	2,8	0,6	0,4	24,4	3,5	-2,8	1,2	0,9	1,3	1,7	13,2	-1,6	-2,9	4,4	146	378
PL	4,3	20,3	0,8	-4,9	-2,9	35,8	3,7	-		1,5	3,3	1,1	5,7		-7,6	2,6	77	377
PT	-1,7	18,1	-	-6,5	-5,3	83,4	4,4	-	-0,5	2,7	-0,1	-1,9	19,4	1,4	2,0	3,4	223	542
RO	2,5	24,6	0,5	-4,4	-3,9	38,0	1,3	-0,7		4,1	2,0	-1,3	154,9		-39,5	-	71	662
SI	0,6	18,5	2,5	0,0	-0,3	37,5	2,0	-0,5	0,4	1,0	2,2	-1,4	38,9	21,0	-6,8	3,0	116	639
SK	3,2	23,1	0,7	0,1	1,3	21,7	2,2	-1,0	5,0	5,0	1,4	1,5	28,8	12,6	-17,8	2,3	76	1079
FI	2,7	19,6	3,8	-1,6	-1,5	30,9	1,0	-1,4	2,2	-6,6	1,6	1,1	21,9	3,8	11,1	6,8	153	616
SE	3,9	18,4	3,4	6,4	6,3	62,4	2,7	-1,6		0,6	1,6	2,2	8,1		13,8	3,7	216	305
UK	0,9	14,2	1,8	-1,9	-1,7	45,2	2,3	-2,2		-1,2	0,4	0,5	26,2		-2,0	3,2	-	1187

**Nota:** (1) Fecha tope para los datos: 1 de noviembre de 2012. **Fuente:** EUROSTAT excepto para los precios de la vivienda deflactados (datos de Eurostat completados con los del BCE), las cuotas del mercado de exportación (perspectivas de la economía mundial, del FMI), el tipo de cambio real y efectivo con los deflatores del IPCA (DG ECFIN), los CLU efectivos respecto de z. euro (DG ECFIN).