



Bruselas, 5.3.2014
COM(2014) 150 final

**COMUNICACIÓN DE LA COMISIÓN AL PARLAMENTO EUROPEO Y AL
CONSEJO**

**Resultados de los exámenes exhaustivos realizados de conformidad con el Reglamento
(UE) nº 1176/2011 relativo a la prevención y corrección de los desequilibrios
macroeconómicos**

La presente Comunicación resume los resultados de los exámenes exhaustivos a fin de evaluar si existen desequilibrios o desequilibrios excesivos en algunos Estados miembros de la UE (*). También trata a fondo la dimensión de la zona del euro de los desequilibrios macroeconómicos y la forma en que han de abordarse diversos retos en el contexto de la zona del euro. Por otra parte, para contribuir a la supervisión integrada, la Comunicación también debate la evolución presupuestaria: para los países afectados, la Comisión actualiza la evaluación que había efectuado en noviembre de 2013 al examinar los proyectos de planes presupuestarios(**).

En los exámenes exhaustivos se estudian las características más relevantes de las economías de los Estados miembros, particularmente la evolución de la balanza de pagos, el balance ahorro-inversión, los tipos de cambio efectivos, las cuotas de los mercados de exportación, la competitividad de precios y la competitividad no relacionada con los precios, la productividad, la deuda privada y pública, los precios de la vivienda, los flujos de crédito, los sistemas financieros, el desempleo y otras variables. En la evaluación de los desequilibrios o los desequilibrios excesivos considera la situación de cada país en un momento determinado, la dinámica en cada una de estas situaciones y, en su caso, las acciones recientes.

Los exámenes exhaustivos muestran que los retos que afrontan las economías de la UE han cambiado. Cuando se creó el procedimiento de desequilibrio macroeconómico (PDM), y durante sus primeras fases de aplicación, los principales retos estaban relacionados con unos déficits de la balanza por cuenta corriente insostenibles, las pérdidas de competitividad derivadas del gran dinamismo que habían registrado anteriormente los costes laborales, el nivel de deuda privada y los altos precios de la vivienda. Actualmente, los principales retos que afectan a varios países también se refieren al impacto que tiene el desapalancamiento en el crecimiento a medio plazo de muchos países, la sostenibilidad de las deudas privada y pública y de los pasivos externos en un contexto de inflación muy baja, la necesidad de garantizar un flujo adecuado de crédito a las actividades viables —particularmente en el sector de bienes no exportables— en las economías vulnerables con un sistema financiero fragmentado, y el altísimo nivel de desempleo de numerosas economías.

Sobre la base de los exámenes exhaustivos, la Comisión ha detectado desequilibrios en **Bélgica, Bulgaria, Alemania, Irlanda, España, Francia, Croacia, Italia, Hungría**, los **Países Bajos, Eslovenia, Finlandia, Suecia** y el **Reino Unido**. Entre estos Estados miembros, **Croacia, Italia y Eslovenia** están experimentando desequilibrios excesivos. En el caso de **España**, la Comisión considera que durante el año pasado se ha realizado un ajuste significativo y que, si se mantienen las tendencias actuales, los desequilibrios seguirán disminuyendo a lo largo del tiempo; aunque esto es la base para concluir que los desequilibrios ya no son excesivos en el sentido del PDM, la Comisión subraya que aún existen riesgos sustanciales.

Los factores de los desequilibrios y los riesgos que de ellos se derivan varían de una economía a otra. Deben adoptarse políticas adaptadas a los retos de cada economía y es necesario un seguimiento adecuado. De conformidad con la Recomendación del Consejo dirigida a la zona del euro, la Comisión se propone realizar una supervisión específica de las políticas recomendadas por el Consejo a los Estados miembros que presentan desequilibrios excesivos (**Croacia, Italia y Eslovenia**), así como a los países cuyos desequilibrios requieren una acción resuelta (**Irlanda, España y Francia**)(***). En el caso de **Irlanda y España**, este seguimiento se basará en una supervisión postprograma.

En el caso de **Dinamarca y Malta**, la Comisión considera que, en comparación con el pasado año, los riesgos han remitido o están mejor controlados; en esos países ya no se detectan

desequilibrios en el sentido del PDM. Por otro lado, aunque algunas características de la economía **luxemburguesa**, particularmente su gran sector financiero, requieren atención, las mismas no constituyen desequilibrios en el sentido del PDM (****).

La intensificación de la recuperación y una acción firme deberán facilitar la corrección de los desequilibrios excesivos en los próximos años. Ahora bien, los desequilibrios son fenómenos duraderos y puede requerirse tiempo hasta que las políticas adecuadas den lugar a una reducción decisiva de los riesgos macroeconómicos en el marco de la supervisión PDM. De esta forma, la detección de desequilibrios o desequilibrios excesivos en una economía durante varios años no significa una valoración de las políticas adoptadas, sino que únicamente señala la presencia de riesgos y la necesidad de una estrecha supervisión de los desequilibrios y de la ejecución de las políticas adoptadas. No obstante, para algunos países, debe observarse que la persistencia de desequilibrios también está relacionada con el bajo nivel de seguimiento de las recomendaciones específicas por países formuladas en el marco del Semestre Europeo.

En cuanto a la evolución presupuestaria, la situación ha seguido mejorando tanto en la UE como en la zona del euro debido a los continuos esfuerzos de saneamiento. Sin embargo, según las previsiones más recientes, en el caso de **Francia** y **Eslovenia** el esfuerzo de saneamiento podría no ser suficiente para garantizar que la corrección de los déficits excesivos se mantenga en la dirección adecuada. Así, la Comisión, de conformidad con el artículo 11 del Reglamento (UE) nº 473/2013, dirige recomendaciones a estos Estados miembros.

La Comisión espera que los Estados miembros tengan en cuenta los resultados de los exámenes exhaustivos y las previsiones presupuestarias en sus programas nacionales de reforma (PNR) y en sus programas de estabilidad y de convergencia. Los Estados miembros con desequilibrios excesivos deberán, en particular, establecer una estrategia global y detallada para hacer frente a los mismos en sus próximos programas nacionales de reforma, programas de estabilidad y programas de convergencia. La Comisión está dispuesta a cooperar estrechamente con estos Estados miembros en la preparación de dicha respuesta, respetando plenamente los procedimientos nacionales. Se espera que los dos Estados miembros a los que la presente Comunicación dirige una recomendación encaminada a garantizar que la corrección se mantenga en el rumbo adecuado informen sobre las medidas adoptadas para seguir dicha recomendación en una sección específica de su programa de estabilidad. Los programas nacionales de reforma, los programas de estabilidad y los programas de convergencia de todos los Estados miembros se evaluarán en junio de 2014, dentro del Semestre Europeo de coordinación de las políticas económicas, a fin de determinar si son adecuados a la luz de los retos planteados. Para los Estados miembros con desequilibrio excesivo (Italia, Croacia y Eslovenia), si considera que la estrategia de respuesta propuesta es inadecuada para hacer frente a los retos planteados, la Comisión recomendará al Consejo que el Estado miembro afectado tome medidas correctoras en el marco del componente corrector del PDM. En caso necesario, a principios de junio también se tomarán medidas en el marco del procedimiento de déficit excesivo (PDE).

(*) La presente Comunicación cumple las exigencias de los artículos 6, apartado 1, y 7, apartado 1, del Reglamento (UE) 1176/2011, conforme a los cuales la Comisión debe informar al Parlamento Europeo, al Consejo y al Eurogrupo acerca de los resultados de los exámenes exhaustivos. Los exámenes exhaustivos relativos a 17 Estados miembros se publican al mismo tiempo que esta Comunicación (véase *European Economy-Occasional Papers*). En el sentido del PDM, los desequilibrios son tendencias que llevan a una evolución que afecta adversamente al funcionamiento de la economía de un Estado miembro, de la unión monetaria o de la Unión en su conjunto. Los desequilibrios excesivos son desequilibrios graves, particularmente

aquellos que podrían poner en peligro el funcionamiento adecuado de la unión económica y monetaria.

(**) COM(2013) 900 de 15.11.2013.

(***) Véase la recomendación específica por países nº 5 de la Recomendación (2013/C 217/24) del Consejo de 9 de julio de 2013 (DO C 217 de 30.7.2013, p. 97).

(****) En el Informe sobre el mecanismo de alerta de noviembre de 2013, la Comisión consideró que no era necesaria una acción específica en el contexto del PDM en el caso de la República Checa, Estonia, Letonia, Lituania, Austria, Polonia y Eslovaquia. La supervisión macroeconómica de todos estos Estados miembros proseguirá en el contexto del Semestre Europeo. Por otro lado, el PDM no se aplica a los Estados miembros que están ejecutando programas de ajuste macroeconómico respaldados por ayuda financiera, esto es, Grecia, Chipre, Portugal y Rumanía. El seguimiento reforzado de sus desequilibrios y políticas proseguirá en el contexto de sus programas.

CUADRO SINÓPTICO
SUPERVISIÓN INTEGRADA DE LOS DESEQUILIBRIOS MACROECONÓMICOS Y PRESUPUESTARIOS
(Estados miembros para los que se ha elaborado un análisis exhaustivo)

PDM		PEC	
	Resultado	Seguimiento	
BE	Desequilibrio	Recomendaciones por adoptarse en el marco del Semestre Europeo, particularmente acerca de aspectos relacionados con el PDM	Déficit excesivo; plazo para su corrección: 2013
BG	Desequilibrio	Recomendaciones por adoptarse en el marco del Semestre Europeo, particularmente acerca de aspectos relacionados con el PDM	Objetivo a medio plazo aún no alcanzado
DE	Desequilibrio	Recomendaciones por adoptarse en el marco del Semestre Europeo, particularmente acerca de aspectos relacionados con el PDM	Superación del objetivo a medio plazo
DK	Inexistencia de desequilibrio	Recomendaciones en el marco del Semestre Europeo	Déficit excesivo; plazo para su corrección: 2013
IE	Desequilibrio	Recomendaciones por adoptarse en el marco del Semestre Europeo, particularmente acerca de aspectos relacionados con el PDM. Seguimiento específico: supervisión postprograma	Déficit excesivo; plazo para su corrección: 2015
ES	Desequilibrio	Recomendaciones por adoptarse en el marco del Semestre Europeo, particularmente acerca de aspectos relacionados con el PDM. Seguimiento específico: supervisión postprograma	Déficit excesivo; plazo para su corrección: 2016
FR	Desequilibrio	Recomendaciones por adoptarse en el marco del Semestre Europeo, particularmente acerca de aspectos relacionados con el PDM. Seguimiento específico por ponerse en marcha	Déficit excesivo; plazo para su corrección: 2015 La Comisión adopta hoy una recomendación (*)
HR	Desequilibrio excesivo	Recomendaciones por adoptarse en el marco del Semestre Europeo, particularmente acerca de aspectos relacionados con el PDM. Prevista para junio la adopción de una decisión sobre las etapas siguientes en el marco del PDM. Seguimiento específico por ponerse en marcha	Déficit excesivo; plazo para su corrección: 2016
IT	Desequilibrio excesivo	Recomendaciones por adoptarse en el marco del Semestre Europeo, particularmente acerca de aspectos relacionados con el PDM. Prevista para junio la adopción de una decisión sobre las etapas siguientes en el marco del PDM. Seguimiento específico por ponerse en marcha	Objetivo a medio plazo aún no alcanzado
LU	Inexistencia de desequilibrio	Recomendaciones por adoptarse en el marco del Semestre Europeo	Superación del objetivo a medio plazo
HU	Desequilibrio	Recomendaciones por adoptarse en el marco del Semestre Europeo, particularmente acerca de aspectos relacionados con el PDM	Objetivo a medio plazo aún no alcanzado
MT	Inexistencia de desequilibrio	Recomendaciones por adoptarse en el marco del Semestre Europeo	Déficit excesivo; plazo para su corrección: 2014
NL	Desequilibrio	Recomendaciones por adoptarse en el marco del Semestre Europeo, particularmente acerca de aspectos relacionados con el PDM	Déficit excesivo; plazo para su corrección: 2014
SI	Desequilibrio excesivo	Recomendaciones por adoptarse en el marco del Semestre Europeo, particularmente acerca de aspectos relacionados con el PDM. Prevista para junio la adopción de una decisión sobre las etapas siguientes en el marco del PDM. Seguimiento específico por ponerse en marcha	Déficit excesivo; plazo para su corrección: 2015 La Comisión adopta hoy una recomendación (*)
SE	Desequilibrio	Recomendaciones por adoptarse en el marco del Semestre Europeo, particularmente acerca de aspectos relacionados con el PDM	Superación del objetivo a medio plazo
FI	Desequilibrio	Recomendaciones por adoptarse en el marco del Semestre Europeo, particularmente acerca de aspectos relacionados con el PDM	Objetivo a medio plazo aún no alcanzado
UK	Desequilibrio	Recomendaciones por adoptarse en el marco del	Déficit excesivo; plazo para su

		Semestre Europeo, particularmente acerca de aspectos relacionados con el PDM	corrección: 2014-2015
--	--	--	-----------------------

(*) Las recomendaciones incluidas en el «paquete de dos actos legislativos» (Reglamento nº 473/2013) relativas a las medidas que se han de tomar para garantizar una corrección oportuna del déficit público excesivo solo afectan a los Estados miembros de la zona del euro.

Los Estados miembros de la zona del euro para los que se ha elaborado un examen exhaustivo aparecen sobre fondo gris.

1. INTRODUCCIÓN Y PRINCIPALES RESULTADOS

Durante los últimos años, la gobernanza económica de la UE se ha reforzado de forma significativa. Actualmente prevé un ciclo anual de coordinación de las políticas económicas en Europa coherente, con etapas más integradas para la zona del euro. El Semestre Europeo se ha convertido en un elemento fundamental para los resultados de la reformas, garantizando que los Estados miembros coordinen sus políticas económicas y sus esfuerzos para fomentar el crecimiento y el empleo¹.

Junto con el Pacto de Estabilidad y Crecimiento reforzado, que se centra en unas finanzas públicas sostenibles, el procedimiento de desequilibrios macroeconómicos (PDM) es un elemento esencial del marco reforzado de gobernanza económica de la UE. El objetivo del procedimiento de desequilibrio macroeconómico es contribuir a la detección, prevención y corrección de problemas en una fase temprana. Al inicio del cuarto Semestre Europeo en noviembre de 2013, en su Informe sobre el mecanismo de alerta (IMA), la Comisión evaluó la situación de todos los Estados miembros de la UE en relación con posibles desequilibrios macroeconómicos sobre la base de un cuadro de indicadores y determinó que en 16 casos se justificaba la realización de un examen exhaustivo. Tras la conclusión fructífera de su programa de ajuste macroeconómico, también se incluyó a Irlanda a iniciativa del Consejo EcoFin de febrero de 2014. Partiendo de estos exámenes exhaustivos, la Comisión ha sacado conclusiones relativas a la existencia de desequilibrios y a su carácter.

Globalmente, el análisis muestra que están disminuyendo los desequilibrios macroeconómicos, que se han ido acumulando a lo largo de muchos años. Los desequilibrios ya no se consideran excesivos en un país, mientras que en otros dos países ya no se detectan desequilibrios. No obstante, en algunos casos, han surgido nuevas preocupaciones, que requieren una mayor atención. La Comisión espera que estos tres Estados miembros, para los que declaró la existencia de desequilibrios excesivos, actúen rápidamente y con determinación incluyen unas medidas de gran envergadura detalladas en sus próximos programas nacionales de reforma y de estabilidad o de convergencia. Sobre esta base, y en el contexto del Semestre Europeo, en junio la Comisión presentará recomendaciones para la corrección de estos desequilibrios y la prevención de otros nuevos.

Como parte de su seguimiento continuo de las obligaciones en el marco del procedimiento de déficit excesivo, la Comisión se sirve hoy también de un nuevo instrumento en el marco de su Pacto de Estabilidad y Crecimiento reforzado y señala a la atención de dos Estados miembros de la zona del euro el riesgo de incumplimiento del objetivo presupuestario recomendado para este año. En el contexto del Semestre Europeo, en junio la comisión reevaluó la situación global en lo relativo a las obligaciones que impone el Pacto de Estabilidad y Crecimiento y, en su caso, propondrá al Consejo las medidas oportunas.

¹ Comunicación de la Comisión «Taking stock of the Europe 2020 strategy for smart, sustainable and inclusive growth», COM(2014) 130, 5.3.2014.

2. RECUPERACIÓN ECONÓMICA PERO NECESIDAD DE PROSEGUIR LA REFORMA

La recuperación económica está cobrando impulso. Según las previsiones más recientes², la economía europea crecerá un 1,5 % en 2014 y un 2,0 % en 2015. Por primera vez en varios años, las previsiones de crecimiento se han revisado al alza para varios países. Están mejorando una serie de datos globales relativos a los desequilibrios, tales como los correspondientes a la balanza de pagos y a las finanzas públicas, y al endeudamiento global, así como los indicadores de competitividad y comercio. En muchos países, el ciclo de los precios de la vivienda ha tocado fondo, habiéndose reanudado un aumento moderado. La tasa de desempleo se ha estabilizado y ha comenzado a disminuir lentamente en varias economías, aunque el nivel de desempleo y otros indicadores de la tensión social se mantienen demasiado elevados en muchos países. La corrección de los desequilibrios, derivada de medidas complejas desde el punto de vista político y del ajuste con grandes costes sociales, operado por los agentes económicos, ha contribuido a mejorar los indicadores económicos fundamentales y ha respaldado una recuperación gradual, lo que contribuye a reducir los riesgos macroeconómicos. Sin embargo, la recuperación sigue siendo débil y desigual. Hasta 2014 y 2015, la UE y la zona del euro, respectivamente no volverán a sus niveles de actividad real registrados en 2007, y en el caso de algunos países la recuperación será más lenta.

Los exámenes exhaustivos muestran que los retos que afrontan las economías objeto de examen han variado. Cuando el Reglamento relativo al PDM fue presentado por la Comisión y posteriormente fue adoptado, y durante las dos primeras etapas de su aplicación, los principales retos estaban relacionados con unos déficits de la balanza por cuenta corriente insostenibles, unas pérdidas de competitividad derivadas del gran dinamismo anterior de los costes laborales, el nivel de la deuda privada y los altos precios de la vivienda. Aunque se han superado muchos desequilibrios de variables de flujo, como los déficits por cuenta corriente, no se puede decir lo mismo de los desequilibrios de variables de stock, como los pasivos externos. Actualmente, los principales retos que afectan a varios países se refieren al impacto prolongado que en muchos países tiene el desapalancamiento en el crecimiento a medio plazo, la sostenibilidad de las deudas privada y pública y de los pasivos externos en un contexto de inflación muy baja y bajo crecimiento, las implicaciones del paso de la zona del euro a un superávit de la balanza por cuenta corriente relativamente amplio, y la necesidad de proporcionar crédito a las actividades comerciales en las economías vulnerables con un sistema financiero fragmentado. Por otra parte, el altísimo nivel de desempleo de muchas economías representa un importante reto económico y social.

Las políticas que se adopten para hacer frente a los cambiantes retos habrán de considerar también la dimensión de la zona del euro de los desequilibrios. Ante todo, los desequilibrios macroeconómicos son perjudiciales para las propias economías de los Estados miembros afectados, por lo que estos tienen interés en reducir los riesgos asociados. Estos riesgos son relativos a la sostenibilidad exterior y la sostenibilidad de la deuda pública y la deuda privada, a la capacidad de competir en los mercados mundiales y, en definitiva, a la capacidad de generar un fuerte crecimiento a medio plazo y crear empleo. Sin embargo, la interdependencia entre las economías implica que los desequilibrios se propagan a otros países y las pérdidas de eficiencia en un Estado miembro también implican pérdidas de bienestar para sus socios. La situación macroeconómica de un Estado miembro y la política económica aplicada en el mismo afectan a sus socios a través de varios canales: el comercio, los vínculos financieros y monetarios, las reformas estructurales y los niveles de confianza e

² Véanse las previsiones de invierno de los servicios de la Comisión, de 25 de febrero de 2014, *European Economy*, 2(2014).

incertidumbre³.

En el marco del PDM, habida cuenta de la interdependencia de las economías, varios retos deben considerarse globalmente en el contexto de la zona del euro:

- **Políticas de crecimiento.** Tras varios años de recesión o bajo crecimiento, la zona del euro ha entrado ahora en una débil fase de recuperación. Habida cuenta de la interdependencia de los Estados miembros, y de las limitaciones que afrontan muchos de ellos, se espera que las reformas estructurales encaminadas a promover la competitividad y el ajuste en las economías vulnerables —y, en el caso de los Estados miembros más grandes y menos endeudados, las políticas encaminadas a aumentar la demanda interna y el potencial de crecimiento— impulsen la actividad económica y mejoren las perspectivas a medio plazo. Las políticas que contribuyen a un aumento de la inversión son primordiales, ya que fomentan la demanda a corto plazo y aumentan el potencial de crecimiento en el futuro⁴.
- La **fragmentación financiera** consiste en diferencias en el funcionamiento y los resultados de los mercados financieros de diferentes países. Lleva a la divergencia de los tipos de interés y las condiciones de crédito para las empresas y las economías domésticas en función de su país de residencia, más allá de lo que justificarían los indicadores económicos fundamentales. Garantizar que el sistema financiero proporciona financiación a los proyectos de inversión viables es necesario para la reasignación de los recursos entre sectores en los Estados miembros más vulnerables⁵ y para reestablecer unos flujos financieros descendentes adecuados para la periferia de la zona del euro.
- **Endeudamiento e inflación muy baja.** La estabilidad de precios, definida mediante una tasa de inflación a medio plazo ligeramente inferior al 2 %, es importante para el crecimiento a medio plazo. Las previsiones de invierno de la Comisión apuntan a un período prolongado de baja inflación, que podría tener efectos adversos en la actividad económica y los niveles de deuda. Por otra parte, una inflación muy baja implica un grado adecuado de flexibilidad nominal para permitir el ajuste de los salarios reales que puede ser necesario en algunos casos para reducir el desempleo.
- **Reequilibrio en unas condiciones económicas difíciles.** La zona del euro está atravesando un proceso de reequilibrio que está bien avanzado, pero aún no se ha completado. Para algunos Estados miembros, esto significa una recuperación de competitividad a través de una devaluación interna, esto es, una moderación salarial, incrementos de productividad y reducción de otros costes de producción en relación con sus socios comerciales. Esto, junto con un programa de reforma ambicioso y más amplio constituye un proceso necesario para recobrar competitividad, tanto dentro de la unión monetaria como a nivel mundial, aunque a costa de unos considerables costes sociales. En comparación con el ajuste que tuvo lugar en algunas economías tras la creación de la unión monetaria, el reto de recuperar competitividad se ha visto ampliado por la baja actividad

³ Véase «Cross-Border Spillovers in Confidence», *Quarterly Report on the Euro Area*, 2013 (3), pp. 26-30, y «Assessing the Impact of Uncertainty on Consumption and Investment», *Quarterly Report on the Euro Area*, 2013 (2), pp. 7-16, y «The Economic Effects of Policy Uncertainty», box I.1, en *European Economy*, 2014 (2), pp. 28-30.

⁴ Véase «The Euro Area's Growth Prospects over the Coming Decade» y «The Growth Impact of Structural Reforms», *Quarterly Report on the Euro Area*, 2013 (4), pp. 7-16 y 17-27, y «Post-Crisis Total Factor Productivity in the EU», box I.2, en *European Economy*, 2014 (2); 31-4.

⁵ Véase «Drivers of Diverging Financing Conditions Across Member States», *Quarterly Report on the Euro Area*, 2013 (1), pp. 19-25, y «Financial Fragmentation and SMEs' Financing Conditions», box I.2, *European Economy*, 2013 (7): 20-3.

económica en toda la UE y a nivel mundial. Los necesarios ajustes de los costes laborales dependen no solamente de la situación específica de cada Estado miembro, sino también del comportamiento de los costes laborales de los competidores dentro y fuera de la zona del euro, y del tipo de cambio nominal del euro. El tipo de cambio del euro no representa un objetivo político. Las presiones al alza del tipo de cambio podrían ser la consecuencia de la evolución interna o de la evolución externa. Existe el riesgo de que los incrementos de productividad obtenidos mediante difíciles medidas de ajuste puedan quedar desbaratados por un aumento del tipo de cambio nominal del euro. Aunque la demanda global en la zona del euro todavía es débil, según las previsiones de invierno de la Comisión la recuperación cada vez estaría más impulsada por la demanda interna y se propagaría entre los Estados miembros, lo que podría contribuir a reducir estas presiones alcistas.

En todos los Estados miembros, y particularmente en los de la zona del euro, es necesaria una acción encaminada a corregir los desequilibrios macroeconómicos y las divergencias de competitividad. Según se establece en las recomendaciones específicas para los Estados miembros de la zona del euro⁶, estos deben emprender acciones, individual y colectivamente, en el marco del Eurogrupo y asumir la responsabilidad de la orientación general de la política económica en la zona del euro a fin de garantizar el buen funcionamiento de la zona del euro y aumentar el crecimiento y el empleo. La coordinación debe contribuir a garantizar un ritmo de saneamiento fiscal diferenciado en función de la situación fiscal y macroeconómica de los Estados miembros. Las medidas fiscales y de fomento de la productividad deberán fomentar un mayor reequilibrio en la zona del euro y abordar las distorsiones en los comportamientos de ahorro e inversión en los Estados miembros. Con objeto de abordar las consecuencias sociales de la crisis y los niveles crecientes de desempleo son necesarias nuevas reformas (por ejemplo, para facilitar el acceso al empleo, impedir abandonos prematuros del mercado laboral, reducir el coste de la mano de obra y combatir la segmentación del mercado laboral).

La realización de la Unión Bancaria sigue siendo la piedra angular para restaurar la confianza en el sector financiero y reducir la fragmentación del mercado. Esto favorecerá, a su vez, el flujo de crédito a la economía real, especialmente a las PYME, tradicionalmente más dependientes de la financiación bancaria. Las próximas definiciones relativas a normas de liquidez para los bancos en el contexto de actos delegados de la legislación sobre requisitos de capital deberían igualmente facilitar el acceso de la economía real a la financiación. Por consiguiente, ha de promoverse un mayor grado de saneamiento y consolidación de los balances de los bancos; a este respecto será fundamental la próxima evaluación global de los balances de los bancos por el BCE.

Es importante la contribución al crecimiento de los grandes Estados miembros. En cuanto a los países más grandes de la zona del euro, las prioridades de la política económica deberán centrarse: en el reforzamiento de la demanda interna y el crecimiento a medio plazo en *Alemania*, en la superación de los cuellos de botella del crecimiento a medio plazo, realizando al mismo tiempo reformas estructurales y un saneamiento fiscal, en *Francia* e *Italia*, y en la continuación de un proceso de desapalancamiento ordenado y la transformación estructural de la economía, que contribuirá a un crecimiento sostenible, y la resolución de los problemas sociales en *España*.

⁶ Recomendación (2013/C 217/24) del Consejo de 9 de julio de 2013 (DO C 217 de 30.7.2013, p. 97).

3. PRINCIPALES RESULTADOS COMUNES A VARIOS PAÍSES

Los exámenes exhaustivos proporcionan una visión más a fondo de una serie de evoluciones comunes a varios países, ya debatidas en el Informe sobre el mecanismo de alerta⁷. Varios desequilibrios y riesgos siguen constituyendo un rasgo distintivo en una serie de Estados miembros. Los exámenes exhaustivos ilustran, en particular, lo siguiente:

- **Los grandes pasivos externos siguen constituyendo un punto débil.** En los últimos trimestres, los déficits de la balanza por cuenta corriente se han seguido reduciendo en los países que registraban altos déficits en el periodo anterior a la crisis. En algunos países, tales como *Bulgaria, España, Croacia y Hungría*, la balanza por cuenta corriente ha pasado a arrojar un superávit, y, en el caso de *Irlanda y Eslovenia*, un superávit muy amplio. La mejora de la balanza por cuenta corriente de estos países se debe a los incrementos de competitividad favorecidos por el ajuste de los costes laborales, y también a una contracción de la demanda interna en esos países. Sin embargo, En cuanto a variables de stock, los pasivos exteriores netos siguen siendo muy elevados en algunos de los países objeto de examen. Esto ocurre particularmente en el caso de *Irlanda, España, Croacia y Hungría*, en donde la posición de inversión internacional neta (PIIN) negativa se sitúa a proximidad, o por encima, del PIB anual; la PIIN también es muy elevada en *Bulgaria*. La inquietud acerca de la sostenibilidad exterior varía entre países y también depende del tipo de sus pasivos brutos y netos. En particular, la alta proporción de inversiones extranjeras directas (IED) atenúa los riesgos en *Bulgaria, Irlanda y Hungría*⁸. Gran parte de la mejora de los saldos de la balanza por cuenta corriente no ha sido cíclica, por lo que no se espera que desaparezca con la recuperación económica⁹. Con todo, para garantizar la sostenibilidad exterior de las economías más endeudadas, deberá proseguir el ajuste de la balanza por cuenta corriente, registrándose superávit o pequeños déficits durante un periodo de tiempo prolongado. La reducción estructural de la demanda de los países más vulnerables ilustra la necesidad de incrementos de productividad, respaldados por reformas favorables al crecimiento; en caso de proceder de otro modo, la actividad económica se mantendría muy débil durante un largo periodo, particularmente en las economías más endeudadas.
- **En los últimos años, ha habido deterioros substanciales en los flujos exteriores de algunos países.** Este es el caso de *Francia* y el *Reino Unido*: este país presenta actualmente el mayor déficit de la balanza por cuenta corriente de toda la UE. Aunque estas economías tienen unos niveles relativamente bajos de pasivos externos netos y su sostenibilidad exterior está sometida a riesgos, si sus déficits siguen ampliándose las divergencias crecientes podrían generar riesgos específicos para sus economías.
- **La persistencia de superávits por cuenta corriente muy amplios a veces refleja cierta atonía de la demanda interna.** Un país con un superávit por cuenta corriente transfiere consumo del momento actual al futuro invirtiendo en el exterior. A su vez, un país con un déficit en cuenta corriente puede aumentar su inversión o su consumo en el momento actual, pero debe transferir ingresos futuros al exterior para pagar su deuda externa¹⁰. Los superávits son muy elevados en *Alemania, Luxemburgo, los Países Bajos y Suecia*,

⁷ COM (2013) 790 final de 13.11.2013.

⁸ Véase «The Role of FDI in Preventing Imbalances in the Euro Area», *Quarterly Report on the Euro Area*, 2013 (2), pp. 17-25.

⁹ Véase «The Cyclical Component of Current Account Balances», box I.3 in *European Economy*, 2014 (2); 35-8.

¹⁰ Véase «Current Account Surpluses in the EU», *European Economy*, 2012 (9).

mientras que el superávit de *Dinamarca* también es elevado. Dicho superávit se deriva de unos resultados de las exportaciones mejores que los de las importaciones, cuyo moderado crecimiento es paralelo al de la demanda interna. La acumulación de superávits moderados es un factor favorable dada la necesidad de ahorrar una parte de las rentas corrientes para afrontar el reto planteado por las perspectivas demográficas¹¹, y proporcionar ahorros para su inversión interna en el extranjero. En la medida en que los altos superávits se deriven de amplios déficits de inversión, también afectan a las perspectivas económicas a medio y largo plazo. La naturaleza de los superávits no es idéntica en todos estos países; mientras que están asociados con el desapalancamiento en *Dinamarca*, los *Países Bajos* y *Suecia*, en donde las economías domésticas y las sociedades no financieras registran altos niveles de deuda, este fenómeno se da mucho menos en el caso de *Alemania*. El superávit comercial de *Alemania* respecto del resto del mundo ha aumentado, mientras que ha disminuido con el resto de la zona del euro. Se trata de una evolución favorable, pero que ha de situarse en la perspectiva adecuada: la variación respecto de la zona del euro se debe más a una reducción de las importaciones realizadas por los países periféricos de la zona del euro que a un aumento de las importaciones alemanas. Por otra parte, una parte de la reducción del superávit dentro de la zona del euro tiene que ver con los otros «países con superávit». Un aumento de la demanda interna a través de una aceleración de la inversión reduciría el superávit, fomentaría el crecimiento potencial y podría contribuir a la recuperación y el ajuste en curso en la zona del euro.

- **La competitividad de costes sigue siendo una cuestión fundamental.** Esto ocurre particularmente en el caso de los países que tenían los mayores déficits por cuenta corriente, y necesitan garantizar la sostenibilidad de su balanza de pagos, tales como *Bulgaria*, *España* y *Hungría*, o que han sufrido grandes pérdidas en las cuotas de los mercados de exportación en los últimos años, tales como *Croacia*, *Italia* y *Finlandia*. La competitividad y el comportamiento de las exportaciones son particularmente relevantes para las perspectivas económicas de varias economías, ya que, teniendo en cuenta las necesidades de desapalancamiento del sector privado y de saneamiento fiscal, las exportaciones netas o las inversiones orientadas a la exportación probablemente serán importantes componentes de la demanda que respalden el crecimiento a medio plazo. Los costes laborales unitarios (CLU) siguen ajustándose en varios Estados miembros muy afectados por la competitividad y el desempleo. Entre los Estados miembros objeto de examen, el mayor ajuste en los últimos años ha tenido lugar en *Irlanda* y *España*. El ajuste de los CLU ha estado impulsado por fuertes presiones sobre el mercado y la competitividad que han llevado a reducciones en la remuneración nominal en varios sectores, destrucción de empleo y mejoras de la productividad. En comparación, el ajuste ha sido mucho menor en *Francia*, *Italia* y *Eslovenia*. En el caso de algunos países, los CLU han bajado más que los deflatores del PIB y las exportaciones. Esto puede ser compatible con el reequilibrio en la medida en que unos mayores márgenes comerciales contribuyen a incentivar la expansión del sector de bienes exportables¹². A pesar del ajuste de los salarios reales que está teniendo lugar, el ajuste del mercado laboral hasta la fecha ha revestido principalmente la forma de destrucción de empleo y unas tasas de obtención de un empleo muy bajas. Esto ha provocado fuertes incrementos del desempleo y un

¹¹ Véase «Ageing Report», *European Economy*, 2012(2) y «Fiscal Sustainability», *European Economy*, 2012 (8).

¹² «Labour Costs Pass-Through, Profits and Rebalancing in Vulnerable Member States», *Quarterly Report on the Euro Area*, 2013 (3), pp. 19-25.

alargamiento general de los periodos sin empleo¹³, con consecuencias para el potencial de crecimiento que deben tenerse en cuenta a la hora de adoptar medidas para afrontar la situación.

- **Los exámenes exhaustivos también ponen de relieve el papel de la competitividad no relacionada con los costes.** Para la mayoría de los Estados miembros, la competitividad no relacionada con los costes es tan importante como la competitividad de costes para explicar el comportamiento del sector comercial. Entre los factores no relacionados con los costes cabe citar el contenido tecnológico y la composición de las exportaciones, la diversificación geográfica de estas, la estructura de las empresas, el entorno empresarial y la innovación. En los exámenes exhaustivos se trata la forma en que Estados miembros tales como *Bélgica, Dinamarca, Italia, Francia, Croacia, Hungría, Finlandia y el Reino Unido* afrontan el reto de mejorar los resultados de sus exportaciones y restablecer la competitividad no relacionada con los costes. Las exportaciones de servicios a menudo compensan los peores resultados de las exportaciones de bienes de algunos países objeto de los exámenes exhaustivos, tales como *Bélgica, Dinamarca, Croacia, Luxemburgo, Suecia, Eslovenia* y el *Reino Unido*. El estancamiento del incremento de la productividad se ha considerado un problema persistente en *Bélgica* e *Italia*, lo que agrava los riesgos asociados a los desequilibrios externos o internos. Es esencial mejorar la competitividad de costes y la competitividad no relacionada con los costes, teniendo en cuenta la tendencia decreciente de las cuotas de las economías avanzadas en los mercados de exportación mundiales.
- **Está teniendo lugar el desapalancamiento del sector privado, pero los niveles de deuda privada se mantienen elevados en varias economías.** La necesidad de las economías domésticas y las sociedades no financieras, así como de las sociedades financieras, de reducir el tamaño de sus balances y disminuir sus pasivos ha tenido un efecto negativo sobre el consumo privado y la inversión. El flujo de crédito al sector privado se ha visto afectado por unas condiciones de demanda y oferta desfavorables¹⁴. Entre estas pueden citarse el desapalancamiento del propio sector financiero, la fragmentación del sector financiero y la persistencia de incertidumbre acerca de las políticas que se aplicarían efectivamente, lo que ha afectado a las decisiones de inversión. El bajo nivel de inversiones de las empresas constituye un obstáculo a una reasignación de recursos en favor de los sectores más productivos y las industrias orientadas a la exportación y limita el crecimiento a medio plazo¹⁵. Al mismo tiempo, la reducción del endeudamiento de las economías domésticas, y de las empresas financieras y no financieras ha contribuido a la mejora de la balanza por cuenta corriente de varios Estados miembros objeto de examen, tales como *España y Eslovenia*, y ha contribuido a amplios superávits en *Dinamarca*, los *Países Bajos* y *Suecia*. Por otra parte, las bajas tasas de inflación, que para varios Estados miembros son un componente fundamental de su estrategia para recuperar competitividad, podrían complicar los esfuerzos de desapalancamiento del sector privado en algunos países.

¹³ Véase «Labour Market Developments in Europe», *European Economy*, 2013 (6).

¹⁴ Véase «Drivers of Diverging Financing Conditions across Member States», *Quarterly Report on the Euro Area*, 2013 (1), pp. 19-25, y «Assessing the Private Sector Deleveraging Dynamics», *Quarterly Report on the Euro Area*, 2013 (1), pp. 26-32.

¹⁵ Véase «Product Market Review: Financing the Real Economy», *European Economy*, 2013 (8), «Financial Dependence and Growth», *Quarterly Report on the Euro Area*, 2013 (3), pp. 7-18, y «Firms' Investment Decisions in Vulnerable Member States», *Quarterly Report on the Euro Area*, 2013 (4), pp. 29-35.

- **El ajuste del mercado de la vivienda parece estar tocando fondo en algunos países.** La mayoría de los mercados de la vivienda de la UE han atravesado una etapa de corrección tras un ciclo de auge particularmente prolongado. En algunos países, sobre todo en *Dinamarca, Irlanda, España* y los *Países Bajos*, la reducción acumulada de los precios reales de los activos inmobiliarios ha sido substancial. En *España e Irlanda*, el ajuste de los precios de la vivienda ha ido de la mano de la reducción del tamaño del sector de la construcción, agravando el desempleo. Ello ha contribuido al aumento de los préstamos no productivos y al deterioro de los balances de los bancos, obligando a unas mayores provisiones y a la transferencia de los activos problemáticos a empresas dedicadas a la gestión de activos. Aunque no pueden descartarse nuevos ajustes a la baja en algunos países objeto de examen, los datos disponibles indican que para la mayoría de los países el ciclo ha tocado fondo y se han observado aumentos moderados, como, por ejemplo, en *Luxemburgo, Malta, Suecia* y el *Reino Unido*.
- **El desempleo y otros indicadores de tensión social se mantienen a un nivel muy elevado**¹⁶. El desempleo se disparó, particularmente en los países afectados por un cambio brusco de la balanza por cuenta corriente, y las divergencias entre Estados miembros son también muy elevadas. El desempleo juvenil y el desempleo de larga duración constituyen preocupaciones específicas, mientras que también debe abordarse la cuestión de la inadecuación de las cualificaciones profesionales. Sin embargo, desde mediados de 2013 se han observado indicios de estabilización y tímidas reducciones de la tasa de desempleo en algunos Estados miembros, tales como *Bulgaria, Irlanda, Hungría* y el *Reino Unido*. En la medida en que los cambios bruscos de la balanza por cuenta corriente llevan a una caída persistente de la inversión y la productividad, la reducción del desempleo puede exigir que la evolución de los salarios se ajuste a la de la productividad, respaldando así la competitividad y la demanda agregada.

Según las previsiones más recientes, el ritmo de ajuste presupuestario se desaceleraría en la UE y en la zona del euro. Ello sería el fruto de los grandes esfuerzos de saneamiento de los dos últimos años. Sin embargo, en la mayoría de los Estados miembros sigue siendo necesario reforzar el saneamiento fiscal.

- **El saneamiento fiscal se está ralentizando, mientras que el ratio de deuda pública alcanzará un máximo en 2014.** En 2013, las finanzas públicas han sido mejorando tanto en la UE como en la zona del euro gracias a los continuos esfuerzos de saneamiento. En 2014, se espera una ralentización del ritmo de ajuste. No obstante, los actuales esfuerzos de saneamiento y la recuperación económica deberían permitir una mayor reducción de los déficits globales. En cuanto a los ajustes estructurales, los esfuerzos de la mayoría de los Estados miembros fueron satisfactorios en 2013. Se prevé que, tanto en la UE como en la zona del euro, el ratio deuda/PIB siga aumentando en 2013 y, a un ritmo algo menor, en 2014, cuando se espera que alcance su máximo.
- **Existen dudas sobre si el saneamiento es suficiente en algunos Estados miembros para garantizar que siga un rumbo adecuado la corrección de los déficits excesivos.** Es, en particular, el caso de *Francia y Eslovenia*. Para esos países, la Comisión está preparando la adopción de recomendaciones que invitarán a sus gobiernos a abordar la situación de forma oportuna. En el caso de *Italia*, que no presenta un déficit excesivo, las previsiones apuntan a una necesidad de nuevos esfuerzos de saneamiento para garantizar

¹⁶

Véase también la Comunicación de la Comisión «Strengthening the Social Dimension of the Economic and Monetary Union», COM(2013) 690, 2.10.2013, y «Draft Joint Employment Report 2014», COM(2013) 801 final, 13.11.2013.

la reducción de la deuda necesaria. En cuanto a los países no pertenecientes a la zona del euro, *Croacia* podría no alcanzar sus objetivos de déficit global y de ajuste estructural si se mantienen las tendencias actuales y no se adoptan medidas adicionales. En *Hungría*, que tampoco presenta un déficit excesivo, el saldo estructural se está deteriorando, lo que pone en peligro la reducción de la deuda.

4. RESULTADOS POR ESTADO MIEMBRO

Los desequilibrios que están experimentando 14 Estados miembros son de diferente naturaleza. Sobre la base del análisis documentado en detalle en los exámenes exhaustivos, la Comisión considera que *Bélgica, Bulgaria, Alemania, Irlanda, España, Francia, Croacia, Italia, Hungría, los Países Bajos, Eslovenia, Finlandia, Suecia* y el *Reino Unido* experimentan desequilibrios. Entre estos Estados miembros, *Croacia, Italia y Eslovenia* presentan desequilibrios excesivos. En el caso de *España*, la Comisión considera que ha tenido lugar un ajuste significativo durante el último año y que, de mantenerse las tendencias actuales, los desequilibrios seguirán disminuyendo con el tiempo. Aunque esto es la base para concluir que los desequilibrios en España ya no son excesivos en el sentido del PDM, la Comisión subraya que persisten riesgos. Las diferencias en la naturaleza de los desequilibrios y de los desequilibrios excesivos, en particular el margen de maniobra presupuestario y la fase del proceso de supervisión, significan que habrá que adaptar a las necesidades específicas de cada país las medidas oportunas, que habrán de preparar los Estados miembros en colaboración con la Comisión.

- **Bélgica** sigue experimentando *desequilibrios económicos que requieren un seguimiento y la adopción de las medidas oportunas*. En particular, sigue recibiendo atención la evolución de la competitividad de los bienes en el exterior, ya que un deterioro persistente amenazaría la estabilidad macroeconómica.

Un deterioro continuo de la competitividad, particularmente de la competitividad no relacionada con los costes, puede tener consecuencias negativas para la economía. La capacidad del sector manufacturero de competir a nivel internacional se ha visto obstaculizada, como refleja la disminución de los márgenes de los productores y la destrucción de empleo. La conciliación de unos altos costes laborales con una creación de empleo sostenible y unos altos niveles de vida requiere una reorientación hacia productos mejor situados en las cadenas de valor a nivel mundial. Al mismo tiempo, debe impedirse que prosiga la disociación entre unas rápidas subidas salariales y un bajo incremento de la productividad. A este respecto, Bélgica ha tomado medidas que se espera produzcan efectos en los próximos años. Con todo, la preservación del sector manufacturero requiere medidas más ambiciosas, tanto más cuanto que los países competidores están realizando reformas. Esto está relacionado con la fiscalidad del trabajo, con una mayor adaptación de la formación de salarios a la realidad económica y sectorial y con el tratamiento de los problemas persistentes que afectan al funcionamiento del mercado de trabajo. El elevado nivel de deuda pública de Bélgica sigue suscitando inquietud en relación con la sostenibilidad de las finanzas públicas. Sin embargo, en cuanto a los factores positivos, Bélgica ha logrado estabilizar su ratio de deuda pública, se estima que ha alcanzado el objetivo de déficit recomendado para 2013 y se prevé que mantenga su déficit por debajo del 3 % del PIB. Por otra parte, los riesgos para la economía en general se ven atenuados por unos largos plazos medios de vencimiento, unas interrelaciones limitadas con el sector financiero interno y un sector privado relativamente sólido.

- **Bulgaria** sigue experimentando *desequilibrios económicos que requieren un seguimiento y la adopción de las medidas oportunas*. En particular, el prolongado ajuste del mercado laboral justifica la aplicación de medidas, mientras que la corrección de la balanza de pagos y el desapalancamiento de las empresas están avanzando a buen ritmo.

Bulgaria experimentó un periodo de acumulación muy rápida de desequilibrios durante la fase de auge que coincidió con su adhesión a la UE. Las elevadas entradas de capital extranjero contribuyeron al recalentamiento de la economía y favorecieron los aumentos de los precios de los activos fijos. Aunque la balanza por cuenta corriente sufrió un cambio radical desde 2009, sigue siendo alto el nivel de pasivos externos, si bien gran parte de los mismos está constituido por inversiones extranjeras directas (IED). La mayor parte del ajuste parece ser de carácter no cíclico, pero una nueva reducción de los pasivos externos depende del mantenimiento de la competitividad exterior y de un buen comportamiento de las exportaciones. El actual desapalancamiento de las sociedades no financieras podría limitar las inversiones y el crecimiento en algunos sectores a corto y medio plazo. Asimismo, la debilidad y el carácter no inclusivo del mercado laboral limitan la capacidad de ajuste de la economía y es uno de los factores que frenan el potencial de crecimiento. El desempleo ha aumentado considerablemente, al haberse reducido el empleo durante la crisis más de lo que cabría esperar de la contracción de la producción. Los trabajadores poco cualificados y los trabajadores jóvenes han sido los más afectados por la destrucción de empleo. A pesar de unos costes salariales relativamente bajos, tras las fuertes subidas de los últimos años, los salarios mínimos podrían implicar la expulsión de los trabajadores más vulnerables del mercado de trabajo. Al mismo tiempo, las políticas activas del mercado de trabajo y el sistema educativo no han sido hasta la fecha eficaces para facilitar el proceso de ajuste, y dificultan una acumulación de capital humano de amplia base.

- **Alemania** sigue experimentando *desequilibrios macroeconómicos que requieren un seguimiento y la adopción de las medidas oportunas*. En particular, la balanza por cuenta corriente ha registrado constantemente un superávit muy elevado, lo que refleja una fuerte competitividad, mientras que un gran volumen de ahorro se invirtió en el exterior. Ello constituye un signo de que el crecimiento interno se ha mantenido a un nivel moderado y de que los recursos pueden no haberse asignado de forma eficiente. Aunque los superávits de la balanza por cuenta corriente no plantean riesgos similares a los que se derivan de unos déficits amplios, la magnitud y la persistencia del superávit por cuenta corriente de Alemania merecen una atención especial. Habida cuenta del tamaño de la economía alemana, es particularmente importante la necesidad de actuar para reducir el riesgo de que se produzcan efectos adversos en el funcionamiento de la economía nacional y de la zona del euro.

En particular, una inversión pública y privada relativamente baja, junto con un consumo privado moderado durante un período de tiempo más largo, contribuyó a un débil crecimiento, una tendencia de crecimiento decreciente, una mayor dependencia de la economía respecto de la demanda externa y la constitución de un superávit de la balanza de pagos. Así pues, el reto es establecer y aplicar medidas que contribuyan a reforzar la demanda interna y el potencial de crecimiento de la economía. Por consiguiente, el aumento de la inversión en capital físico y humano y el fomento de la eficiencia de todos los sectores económicos, particularmente liberando el potencial de crecimiento del sector de servicios, lo que también contribuiría a un mayor reforzamiento de la oferta de trabajo, constituyen retos centrales para la política económica.

- **Irlanda:** El programa de ajuste macroeconómico recientemente finalizado ha

desempeñado un papel fundamental en la gestión de los riesgos económicos y la reducción de los desequilibrios. Sin embargo, los *desequilibrios* macroeconómicos persistentes *requieren un seguimiento específico y la adopción de medidas resueltas*. En particular, la evolución del sector financiero, el endeudamiento del sector público y el alto nivel de pasivos externos brutos y netos asociados, así como la situación del mercado laboral implican que siguen existiendo riesgos. La Comisión pondrá en marcha un seguimiento específico de la ejecución de las políticas adoptadas e informará periódicamente al Consejo y al Eurogrupo. Dicho seguimiento se basará en la supervisión postprograma.

A partir de 2007, Irlanda sufrió un colapso del mercado inmobiliario, y las medidas encaminadas a enjugar las pérdidas de los bancos y una disminución de los ingresos públicos provocaron graves problemas presupuestarios. A raíz de sus mayores dificultades de acceso a los mercados de exportación, Irlanda pidió ayuda financiera internacional al final de 2010. A lo largo de todo el programa, que se completó en 2013, el país ha seguido un buen ritmo de ejecución. Los objetivos de saneamiento fiscal del programa se han alcanzado e Irlanda ha mejorado las instituciones y las normas presupuestarias internas. Por otra parte, se prevé que el déficit global alcance los objetivos en 2013 y 2014. Se han alcanzado los objetivos de desapalancamiento de los bancos y han mejorado los ratios de adecuación del capital. Se ha reforzado la supervisión y la reglamentación del sector financiero. Las economías domésticas han aumentado sus tasas de ahorro para reducir su nivel de endeudamiento. Las reformas del mercado laboral han contribuido a una reducción del desempleo. Los precios de la vivienda también se han estabilizado y muestran signos de recuperación. Sin embargo, se requieren nuevos progresos, ya que el nivel de deuda pública sigue siendo muy elevado, al igual que el de deuda externa, el sector financiero es vulnerable, con una elevada cantidad de préstamos no productivos, y el desempleo de larga duración y el desempleo juvenil siguen siendo muy altos.

- **España** está experimentando *desequilibrios macroeconómicos que requieren un seguimiento específico y la aplicación de medidas resueltas*. En varias dimensiones, se ha avanzado claramente en el ajuste de los desequilibrios considerados excesivos el pasado año y la reanudación del crecimiento ha disminuido los riesgos. Con todo, la magnitud y el carácter interrelacionado de los desequilibrios, los altos niveles de deuda interna y externa, implican que siguen existiendo riesgos. La Comisión se propone continuar un seguimiento específico de las políticas recomendadas por el Consejo a España en el contexto del Semestre Europeo, e informará periódicamente al Consejo y al Eurogrupo. Esta actuación se basará en la supervisión postprograma.

El ajuste ha sido apoyado por medidas resueltas aplicadas por la UE y por España. En particular, la recapitalización y reestructuración de los bancos más débiles ha hecho desaparecer las preocupaciones sistémicas acerca del sector financiero y ha permitido una finalización armoniosa del programa de ayuda financiera al principio de 2014. La balanza por cuenta corriente ha pasado a registrar un superávit, como consecuencia de la combinación de una contracción de las importaciones, unos buenos resultados de las exportaciones e incrementos de competitividad. El mercado de la vivienda se ha aproximado a la estabilización. La destrucción de empleo parece estar llegando a su fin. En cuanto a la política económica, el amplio programa de reformas estructurales presentado en el programa nacional de reforma de 2013 ya se ha completado en su mayor parte desde el punto de vista legislativo, y la atención está pasando ahora a centrarse a la exigente fase de ejecución. Esta favorable evolución ha llevado a un fuerte restablecimiento de la confianza, reflejado en la caída de las primas de riesgo del mercado, la reanudación de las entradas de capital extranjero y el aumento de la confianza de empresas y consumidores.

A pesar de todo, queda mucho para completar el ajuste y persisten puntos débiles. En concreto, los elevados niveles de deuda privada y pública, tanto interna como externa, siguen planteando riesgos para el crecimiento y la estabilidad financiera. A pesar de su reciente contracción, el desempleo sigue a niveles alarmantes. La reorientación del sistema productivo hacia sectores exportadores y la recuperación de la competitividad internacional deberán mantenerse, con el fin de reducir el elevadísimo nivel de pasivos externos y la carga que de ellos se deriva en términos de flujos negativos de ingresos hacia el resto del mundo. El ajuste de los balances del sector privado está avanzando, pero el elevado desempleo y los ingresos decrecientes han limitado el ritmo de disminución del endeudamiento de las economías domésticas. Las sociedades no financieras han reducido su deuda a un ritmo algo más sostenido. De cara al futuro, habrá que garantizar que el desapalancamiento vaya asociado a unos flujos de crédito positivos en favor de prestatarios con unas finanzas saneadas. La eliminación de los obstáculos al funcionamiento de los mercados de productos y financieros y unos procedimientos de insolvencia eficientes podrían reducir la rémora que supone el desapalancamiento para el crecimiento. En el mercado de trabajo, cabría contemplar reformas adicionales inspiradas en los efectos positivos de las reformas recientes en el ámbito de la flexibilidad interna y la fijación de salarios. Por último, unos ingresos significativamente menores, unos mayores gastos sociales y unos mayores costes de la recapitalización de los bancos han llevado a una presión substancial sobre los déficits públicos y una fuerte subida de la deuda pública hacia niveles elevados. Es posible que no se haya alcanzado el objetivo de déficit presupuestario para 2013, aunque las mejores perspectivas macroeconómicas deberían permitir a España alcanzar el objetivo global para 2014. La reducción de la deuda pública a medio plazo requerirá unos esfuerzos fiscales sostenidos.

- **Francia** sigue experimentando *desequilibrios económicos que requieren un seguimiento específico y la adopción de medidas resueltas*. En particular, el deterioro de la balanza comercial y de la competitividad así como las implicaciones del alto nivel de endeudamiento del sector público justifican una atención continua a las políticas aplicadas. Habida cuenta del tamaño de la economía francesa y de posibles efectos de desbordamiento sobre el funcionamiento de la zona del euro, es particularmente importante la necesidad de actuar con determinación para reducir el riesgo de que se produzcan efectos adversos en el funcionamiento de la economía francesa y de la zona del euro. Teniendo en cuenta la necesidad de aplicar medidas oportunas, ya señalada en el examen exhaustivo de 2013, la Comisión pondrá en marcha un seguimiento específico de la aplicación de las políticas recomendadas por el Consejo a Francia en el contexto del Semestre Europeo e informará periódicamente al Consejo y al Eurogrupo.

El creciente déficit comercial refleja la disminución a largo plazo de las cuotas en los mercados de exportación, asociada a las continuas pérdidas en la contabilidad de costes y la competitividad no relacionada con los costes. A pesar de las medidas tomadas para fomentar la competitividad, hasta ahora se observan pocas pruebas de reequilibrio. Aunque los salarios han evolucionado paralelamente a la productividad, los costes laborales siguen elevados, lo que afecta a los márgenes de beneficio de las empresas. La baja y decreciente rentabilidad de las empresas privadas, especialmente en el sector manufacturero, puede haber mermado su capacidad de crecer y mejorar los resultados de sus exportaciones. El poco favorable marco empresarial, y particularmente el bajo nivel de competencia en el sector de servicios, agrava aún más los retos en materia de competitividad. Por otra parte, la rigidez del sistema de fijación de salarios hace difícil que las empresas puedan ajustar sus salarios a la productividad. A pesar de las medidas tomadas desde 2010 para reducir el

déficit público, la deuda pública ha seguido creciendo, lo que requiere un saneamiento fiscal sostenido y, habida cuenta del elevado nivel del gasto público, una atención particular a los recortes de los gastos, particularmente buscando aumentos de eficiencia. Se prevé que Francia no alcance sus objetivos de déficit global y de ajuste estructural a lo largo de todo el período de previsión.

- **Croacia** está experimentando *desequilibrios económicos que requieren un seguimiento específico y la adopción de medidas resueltas*. En particular, se requiere una acción a la luz de los puntos débiles que representan el alto volumen de pasivos externos, el deterioro de los resultados de las exportaciones, el alto apalancamiento de las empresas y el rápido crecimiento de la deuda de las administraciones públicas, todo ello en un contexto de bajo crecimiento y escasa capacidad de ajuste. La Comisión pondrá en marcha un seguimiento específico de la aplicación de las medidas acordadas e informará periódicamente al Consejo.

Tras una fase de expansión, en la que se acumularon los desequilibrios, Croacia experimenta actualmente una prolongada recesión en la que han aparecido una serie de riesgos externos e internos. El reequilibrio externo está sometido a importantes riesgos a la espera de la reducción de los pasivos externos del país a niveles más seguros y depende de una mejora de la competitividad y de una ampliación del sector exportador, más allá del turismo, para respaldar el crecimiento. El desapalancamiento de las sociedades no financieras aún se encuentra en una fase inicial y la evolución de sus préstamos no productivos requiere un seguimiento. Las empresas estatales, que en algunos sectores siguen jugando un papel dominante y que a menudo no se han reestructurado, presentan globalmente un alto nivel de endeudamiento y un bajo nivel de beneficios. Croacia tiene las tasas más bajas de actividad y empleo de la UE, fenómeno derivado de su marco institucional y político. Un mejor funcionamiento del mercado de trabajo será esencial para respaldar el crecimiento y el ajuste necesarios habida cuenta de los puntos débiles de los sectores externo e interno. En toda una serie de indicadores estándar, el entorno empresarial de Croacia se sitúa significativamente por debajo de la media de los Estados miembros de Europa Central y Oriental. La combinación de estos factores se traduce en un menor crecimiento potencial, lo que obstaculiza el saneamiento de los balances del sector privado y hace mayor el esfuerzo de saneamiento fiscal requerido. Se requieren unos esfuerzos de seguimiento fiscal adicionales significativos para frenar el déficit e impedir que la deuda aumente de forma insostenible. Croacia está inmersa en un PDE y debe tomar medidas eficaces para corregir su déficit excesivo el 30 de abril de 2014 a más tardar. Si se mantienen las tendencias actuales, y no se toman medidas adicionales Croacia podría incumplir por un amplio margen sus objetivos en 2014.

- **Italia** está experimentando *desequilibrios económicos que requieren un seguimiento específico y la adopción de medidas resueltas*. En particular, las implicaciones del altísimo nivel de deuda pública y la baja competitividad exterior, que en última instancia radican en la prolongada atonía de los aumentos de productividad, justifican una atención urgente a la política económica. Habida cuenta del tamaño de dicha economía, es particularmente importante la necesidad de actuar con determinación para reducir el riesgo de que se produzcan efectos adversos en el funcionamiento de la economía italiana y de la zona del euro. La Comisión se propone poner en marcha un seguimiento específico de la aplicación de las políticas recomendadas por el Consejo a Italia en el contexto del Semestre Europeo, e informará periódicamente al Consejo y al Eurogrupo.

La elevada deuda pública representa una pesada carga para la economía, particularmente

en el contexto de una inflación moderada y un débil crecimiento con carácter crónico. Será muy importante lograr y mantener superávits primarios muy elevados —por encima de las medias históricas— y un fuerte crecimiento del PIB durante un período prolongado, condiciones ambas necesarias para situar el ratio deuda/PIB en una firme tendencia decreciente. En 2013, Italia ha avanzado hacia su objetivo presupuestario a medio plazo. No obstante, el ajuste del saldo estructural en 2014 podría ser insuficiente, dada la necesidad de reducir a un ritmo adecuado el altísimo ratio de deuda pública. La crisis ha mermado la resistencia inicial del sector bancario italiano y debilita su papel de apoyo de la recuperación de la economía. Las pérdidas de competitividad radican en un continuo desajuste entre la evolución de los salarios y la productividad, una elevada distorsión fiscal sobre el factor trabajo, una estructura de las exportaciones desfavorable y una alta proporción de pequeñas empresas a las que les resulta difícil competir en los mercados internacionales. Las rigideces en la fijación de salarios dificultan una diferenciación salarial suficiente en función de la evolución de la productividad y de las condiciones locales de los mercados de trabajo. La persistente ineficiencia de la administración pública y el sistema judicial, la mediocre gobernanza empresarial y los altos niveles de corrupción y de evasión fiscal reducen la eficiencia de la asignación de recursos en la economía y dificultan el logro de los beneficios de las reformas adoptadas. La notable inadecuación del capital humano —resultante de la baja rentabilidad de la educación para las generaciones más jóvenes, de la especialización del país en sectores de tecnología media o baja y de las deficiencias estructurales del sector educativo— agravan los retos planteados en materia de productividad.

- **Hungría** sigue experimentando *desequilibrios macroeconómicos que requieren un seguimiento y la adopción de medidas resueltas*. En particular, el actual ajuste de la posición de inversión internacional neta (muy negativa), el alto nivel de deuda pública y privada en el contexto de un frágil sector financiero y el deterioro de los resultados de las exportaciones siguen justificando una atención muy especial con el fin de reducir los importantes riesgos de efectos adversos para el funcionamiento de la economía.

A pesar de los mediocres resultados de las exportaciones, la PIIN ha mejorado, como consecuencia principalmente del desapalancamiento del sector privado. Aunque recientemente se han observado signos alentadores en el sector manufacturero, no serán suficientes para proporcionar por sí mismos una inversión de tendencia en los resultados de las exportaciones. Pese a que ha disminuido el nivel de deuda, persisten los desequilibrios y los riesgos asociados a la deuda privada, ya que el desapalancamiento ha estado obstaculizado por la alta proporción de prestatarios en dificultades, un mercado de la vivienda deprimido, un sector financiero frágil, una parte importante de préstamos en moneda extranjera y la persistencia de la incertidumbre para las empresas. El restablecimiento de un flujo normal de préstamo a la economía de forma sostenible requeriría la mejora de las condiciones de funcionamiento para los bancos. El alto nivel de deuda pública también es motivo de preocupación. A pesar de las mejoras sustanciales del saldo presupuestario estructural, la debilidad del tipo de cambio, el mediocre crecimiento potencial y los altos costes de financiación han impedido la disminución de la deuda. Se prevé que Hungría no alcanzará su objetivo a medio plazo y registrará un deterioro de su saldo estructural en 2014.

- Los **Países Bajos** siguen experimentando *desequilibrios macroeconómicos que requieren un seguimiento y la adopción de las medidas oportunas*. En particular, merece atención la evolución macroeconómica en relación con la deuda del sector privado y el actual proceso de desapalancamiento, junto con las ineficiencias persistentes en el mercado de la vivienda.

Aunque un superávit amplio de la balanza por cuenta corriente no causa riesgos similares a los derivados de un déficit amplio, y está asociado en parte a la necesidad de desapalancamiento, la Comisión seguirá la evolución de la balanza por cuenta corriente en los Países Bajos en el contexto del Semestre Europeo.

Durante décadas se han acumulado rigideces e incentivos distorsionadores que han configurado los modelos de financiación inmobiliaria y de ahorro sectorial. Los balances de las entidades financieras se orientaron en medida considerable hacia la financiación inmobiliaria, ya que las economías domésticas se han endeudado ofreciendo como garantía su patrimonio inmobiliario. Paralelamente, desde mediados de los años noventa las sociedades no financieras pasaron a registrar excedentes de ahorro estructurales. Ello se ha traducido en un superávit por cuenta corriente substancial y persistente y paralelo a un alto nivel de deuda bruta y de activos netos de las economías domésticas. En los últimos años, la moderada demanda interna a raíz de la crisis mundial ha impulsado aún más al alza el superávit exterior. Durante los últimos años ha habido mejoras a este respecto derivadas de las políticas aplicadas para frenar los préstamos hipotecarios. El desapalancamiento seguirá pesando en la actividad económica, pero la estabilización del mercado de la vivienda y unos activos netos de las economías domésticas significativamente positivos limitan los riesgos. En cuanto a la hacienda pública, se prevé que los Países Bajos no alcancen su objetivo de déficit global en 2014, año en el que debería corregirse el déficit excesivo, aunque se espera que en 2013-2014 adopten las medidas estructurales de la magnitud recomendada.

- **Eslovenia** sigue experimentando *desequilibrios económicos que requieren un seguimiento específico y la continuación de una acción firme*. Durante el pasado año se han ido corrigiendo los desequilibrios gracias al ajuste macroeconómico y a la acción resuelta emprendida por el país. Con todo, la magnitud de la corrección necesaria significa que aún existen riesgos sustanciales. La Comisión continuará el seguimiento específico de las políticas recomendadas por el Consejo a Eslovenia en el contexto del Semestre Europeo, e informará periódicamente al Consejo y al Eurogrupo.

Merece especial atención el riesgo derivado de una estructura económica caracterizada por una débil gobernanza empresarial, el alto nivel de participación del Estado en la economía, las pérdidas de competitividad de costes, el endeudamiento excesivo de las empresas y el aumento de la deuda pública. Aunque se han alcanzado considerables progresos en el saneamiento de los balances de los bancos, aún se requiere una acción resuelta en relación con la plena aplicación de una estrategia global para el sector bancario, que incluya la reestructuración, la privatización y una supervisión reforzada.

Eslovenia sigue combatiendo las secuelas de su anterior fase de auge, con un nivel de endeudamiento de las empresas excesivo e insostenible. La transferencia de préstamos no productivos a empresas encargadas de la gestión de los activos bancarios ha mejorado los balances de los bancos, pero los préstamos no productivos siguen a un nivel elevado en relación con los niveles anteriores a la crisis y aún requieren una reestructuración duradera sobre la base del régimen de insolvencia, recientemente modificado. Dado que la demanda interna, y especialmente la inversión, se contrajo de forma significativa, se ha producido una fuerte corrección de la balanza por cuenta corriente, que ha pasado a arrojar un amplio superávit, pero las pérdidas de competitividad de costes no se han compensado y las reformas realizadas hasta la fecha no han abordado totalmente la flexibilidad del mercado de trabajo y el reto que plantea la competitividad. La débil gobernanza empresarial, especialmente en las empresas estatales, aunque no solo en ellas, reduce la eficiencia

global de la economía al permitir una asignación ineficiente de recursos. Una retirada significativa del Estado del sector empresarial y financiero, junto con una estrategia global de gestión de los activos básicos y cesión de los activos no básicos podría mejorar la capacidad de ajuste de la economía. Por último, el notable aumento de la deuda pública en los últimos años, aunque a partir de un nivel relativamente bajo, plantea nuevos retos. Mientras que se prevé que el déficit presupuestario se sitúe por encima de los objetivos debido a los importantes gastos derivados de la recapitalización de los bancos en 2013 y 2014, también se prevé que el déficit rebase el objetivo en 2015 si se mantiene la actual política económica. Asimismo, el ajuste estructural es ligeramente inferior al que sería necesario. Considerados conjuntamente, estas deficiencias y estos retos afectan a los resultados macroeconómicos a corto plazo. La reciente bajada de los rendimientos de las obligaciones soberanas disminuye un tanto la presión, pero debe acelerarse el ritmo de aplicación del programa de reformas estructurales.

- **Finlandia** sigue experimentando *desequilibrios macroeconómicos que requieren un seguimiento y la adopción de las medidas oportunas*. En particular, merecen una atención continua los mediocres resultados de las exportaciones durante los últimos años, derivados de la reestructuración industrial y de factores de competitividad de costes y de competitividad no relacionada con los costes.

La gran expansión de las importaciones con anterioridad a la crisis y las moderadas exportaciones a continuación explican el deterioro del saldo de la balanza de pagos. Sin embargo, la balanza por cuenta corriente se ha estabilizado recientemente y la sostenibilidad exterior no suscita preocupación. El país siguió perdiendo cuotas en los mercados de exportación a un rápido ritmo, a pesar de la recuperación del comercio mundial. La integración de Finlandia en las cadenas de valor a nivel mundial ha desempeñado un papel importante en el empeoramiento de los resultados de las exportaciones, mientras que la reestructuración industrial aún no ha logrado compensar la gran disminución del tamaño de las industrias electrónica y forestal. La capacidad de ajuste de la economía está limitada por la baja productividad y por la escasa competencia en el sector de servicios, así como por los costes crecientes que se derivan del dinamismo de las subidas salariales y de una elevada intensidad energética. Así, los exportadores han logrado mantener la competitividad de precios, principalmente reduciendo sus márgenes de beneficio, lo que ha limitado su capacidad de transferir el alto potencial de innovación a nuevos productos. Factores no relacionados con los costes parecen explicar la mayor parte del deterioro de la competitividad, a saber: un limitado número de grandes empresas exportadoras que venden una pequeña gama de productos, una menor propensión de las empresas pequeñas a exportar y un gasto en I+D menos eficiente. Asimismo, la débil inversión, la disminución de la población en edad de trabajar y una baja significativa de la productividad afectan adversamente al potencial de crecimiento. En cuanto a las finanzas públicas, se espera que el déficit estructural se sitúe ligeramente por encima de su objetivo a medio plazo en 2014, mientras que, debido en parte a la desfavorable dinámica del crecimiento, se prevé que la deuda pública aumente y se sitúe por encima del 60 % del PIB.

- **Suecia** sigue experimentando *desequilibrios macroeconómicos que requieren un seguimiento y la adopción de las medidas oportunas*. En particular, sigue mereciendo atención la evolución del endeudamiento de las economías domésticas, junto con las ineficiencias del mercado de la vivienda. Aunque un superávit amplio de la balanza por cuenta corriente no crea riesgos similares a los derivados de un déficit amplio, y está asociado en parte a la necesidad de desapalancamiento, la Comisión seguirá la evolución

de la balanza por cuenta corriente en Suecia en el contexto del Semestre Europeo.

El endeudamiento de las economías domésticas ha aumentado de nuevo tras un periodo de estabilización ya que siguen actuando los principales factores coadyuvantes (bajos tipos de interés de los créditos hipotecarios, distorsión fiscal en favor del endeudamiento, lento ritmo de amortización de las hipotecas y oferta limitada de viviendas). Diversos indicadores de las condiciones de la oferta y demanda de crédito no revelan presiones inminentes en favor del desapalancamiento. Tras haberse estabilizado en los últimos años, los precios de la vivienda volvieron a aumentar en 2013, impulsados por unas condiciones de demanda favorables y por las ineficiencias de la oferta. Por otra parte, las ineficiencias del mercado del alquiler, los pesados procedimientos de planificación y la escasa competencia en el sector de la construcción también han contribuido a la dinámica de los precios de la vivienda. En presencia de un aumento de los costes del servicio de la deuda, se requieren unos precios de la vivienda más estables para limitar el endeudamiento privado y reducir los riesgos macroeconómicos. Las recientes medidas macroprudenciales tienen un papel muy importante para reducir los riesgos macroeconómicos, pero probablemente no serán suficientes. En particular, unos fuertes incentivos fiscales a la financiación mediante endeudamiento se consideran importantes factores que impulsan los precios de la vivienda. Una mayor inversión en el sector inmobiliario también mejoraría el equilibrio ahorro-inversión. En cuanto al endeudamiento del sector de sociedades no financieras, el análisis concluye que no plantea riesgos macroeconómicos. Por otro lado, las recientes reformas de la fiscalidad de las sociedades probablemente reducirán aún más el nivel de endeudamiento de las empresas, limitando la minimización impositiva de las empresas multinacionales.

- El **Reino Unido** sigue experimentando *desequilibrios macroeconómicos que requieren un seguimiento y la adopción de las medidas oportunas*. En particular sigue mereciendo atención la evolución del endeudamiento de las economías domésticas, en relación con los altos niveles de deuda hipotecaria y las características estructurales del mercado de la vivienda, así como la evolución desfavorable de las cuotas en los mercados de exportación.

Aunque el reciente crecimiento de la actividad económica constituye un factor positivo, está impulsado principalmente por el consumo de las economías domésticas y viene acompañado de un déficit de la balanza por cuenta corriente creciente. La inversión empresarial y las exportaciones netas aún deben recuperarse a partir de sus bajos niveles actuales. La contención del alto nivel de endeudamiento, particularmente del sector de las economías domésticas, al mismo tiempo que se minimizan los efectos sobre la inversión y el crecimiento, contribuiría a limitar los riesgos a medio plazo y la vulnerabilidad respecto del aumento del coste del crédito. La expansión de los créditos hipotecarios ha sido moderada, pero ha tenido lugar a partir de unos elevados niveles de endeudamiento de las economías domésticas. Los riesgos en el sector de la vivienda están relacionados con la insuficiencia estructural de la oferta de viviendas; la relativamente baja reacción de la oferta a los aumentos de la demanda se traduce en unos altos precios de la vivienda, particularmente en Londres y en la región del Sudeste, y en el endeudamiento de las economías domésticas mediante préstamos hipotecarios. Es poco probable que la tendencia decreciente de las cuotas en los mercados de exportación plantee problemas a corto plazo, pero, asociada a un déficit de la balanza por cuenta corriente, podría plantear problemas de carácter estructural, relacionados con los desajustes en las cualificaciones profesionales y un bajo nivel de dotación de infraestructuras. En cuanto a la hacienda pública, el Reino Unido parece seguir incumpliendo sus objetivos de déficit y sus objetivos de ajuste estructural por un amplio margen.

Para tres países objeto de examen, no se han detectado desequilibrios económicos en el sentido del PDM. Los exámenes exhaustivos muestran que los riesgos macroeconómicos han disminuido y están mejor controlados en *Dinamarca* y *Malta*. Asimismo, no hay constancia de desequilibrios en el sentido del PDM en *Luxemburgo*. Sin embargo, una supervisión minuciosa y una coordinación de las políticas económicas son necesarias en todo momento para todos los Estados miembros a fin de detectar los riesgos que puedan aparecer y proponer políticas que contribuyen al crecimiento y el empleo. Esta supervisión continuará en el contexto del Semestre Europeo.

- Los retos macroeconómicos que afronta **Dinamarca** *ya no constituyen riesgos macroeconómicos substanciales y ya no se consideran desequilibrios en el sentido del PDM.* El ajuste en el mercado de la vivienda y las implicaciones de un elevado endeudamiento del sector privado para la economía real y para la estabilidad del sector financiero parecen bajo control. Sin embargo, es oportuno realizar un continuo seguimiento de esta evolución, así como de los factores impulsores de la competitividad exterior.

Los riesgos macrofinancieros derivados del elevado nivel del endeudamiento privado parecen limitados, incluso teniendo en cuenta los riesgos por eventos poco probables pero de gran impacto («tail risks»), tales como cambios bruscos en los tipos de interés y una evolución desfavorable del mercado de trabajo. El alto nivel de deuda de las economías domésticas queda compensado por su elevado nivel de activos, reflejado en sus elevados ahorros en fondos de pensiones y en el sector inmobiliario. Hasta la fecha, las economías domésticas han tenido la capacidad financiera para absorber el ajuste de los precios de la vivienda desde 2007, ya que el volumen de atrasos se ha mantenido a un nivel muy bajo. Por otra parte, una serie de pruebas de resistencia y estudios han concluido que las economías domésticas mostrarían resiliencia en caso de cambios bruscos. El sector financiero parece estable, abordándose los retos restantes mediante el reforzamiento de las medidas reglamentarias y de supervisión. En materia de competitividad, Dinamarca ha perdido cuotas en los mercados exportadores como consecuencia de las altas subidas salariales y el bajo incremento de la productividad. No obstante, el desajuste entre la evolución de la productividad y la de los salarios parece ser un fenómeno cíclico. A la luz de los elevados superávits de la balanza por cuenta corriente, la tendencia decreciente de las cuotas en los mercados exportadores no indica riesgos a corto plazo. En cuanto a las finanzas públicas, se espera que Dinamarca haya corregido su déficit excesivo de forma sostenible en 2013.

- Los desequilibrios macroeconómicos de **Luxemburgo** *no se han considerado desequilibrios en el sentido del PDM.* Se derivan de un modelo de crecimiento basado en un sector financiero eficiente, que ha resistido bien la crisis. En cualquier caso, es oportuno realizar un seguimiento continuo de las pérdidas de competitividad del sector manufacturero, la evolución del mercado de la vivienda y el alto nivel de endeudamiento del sector privado.

El análisis del superávit de la balanza por cuenta corriente muestra que no se deriva de una demanda interna muy débil, sino, más bien, del particular modelo de crecimiento del país, muy basado en los servicios financieros. Con todo, oculta un déficit de la balanza de mercancías amplio y en continuo aumento, que globalmente se deriva de unas exportaciones decepcionantes. Las pérdidas de cuota en los mercados de exportación se asocian en gran medida al hecho de que los costes laborales unitarios hayan aumentado mucho más rápidamente que los de sus socios comerciales, debido en cierta medida al

mecanismo de fijación de salarios. A este respecto constituye un reto encontrar una solución estructural a la modulación temporal del mecanismo automático de indización salarial. Los riesgos para la estabilidad financiera interna se derivan de la presencia de un sector financiero de gran tamaño, pero están relativamente controlados ya que el sector está diversificado y especializado al mismo tiempo. Por otra parte, los bancos del país presentan unos ratios de capital y de liquidez sólidos. El alto nivel de endeudamiento del sector privado y, en particular, de las sociedades no financieras, refleja principalmente la presencia de un gran número de empresas multinacionales que se sirven de sus sucursales o filiales en Luxemburgo para operaciones financieras dentro del grupo. El dinamismo de los precios de la vivienda representa un motivo de preocupación creciente. Por último, la favorable situación actual de la hacienda pública depende en gran medida de la sostenibilidad del modelo de crecimiento basado en un próspero sector financiero y presenta un alto riesgo para la sostenibilidad a largo plazo. En este sentido, la reforma del sector de las pensiones es insuficiente para afrontar el reto existente. Sin embargo, el saldo estructural se sitúa por encima del objetivo a medio plazo

- Los riesgos macroeconómicos que afronta **Malta** *ya no constituyen riesgos macroeconómicos substanciales y ya no se consideran desequilibrios en el sentido del PDM*. Aunque el endeudamiento sigue siendo elevado, los riesgos para la sostenibilidad del sector privado y del sector público y para la estabilidad del sector financiero parecen controlados, aunque merezcan un continuo seguimiento.

Según el análisis realizado en el examen exhaustivo, los indicadores de la estabilidad financiera se mantienen sólidos. No obstante, teniendo en cuenta la naturaleza estructural de los riesgos en el sector, es esencial proseguir las prácticas actuales en materia de supervisión prudencial y asunción de riesgos. El mercado de la vivienda se ha estabilizado, con lo cual son limitados los riesgos derivados de una exposición excesiva al sector inmobiliario. Está disminuyendo la deuda privada, está teniendo lugar el desapalancamiento las empresas de forma ordenada y las presiones sobre el mercado de crédito son limitadas. En cuanto a las finanzas públicas, se espera que Malta alcance sus objetivos de déficit nominal en 2013 y 2014. En lo que respecta a la sostenibilidad exterior, el comportamiento del sector comercial ha sido positivo, gracias una orientación favorable de los mercados de productos y geográficos y a factores de competitividad no relacionada con los costes; la balanza por cuenta corriente arroja un superávit. En todo caso, la competitividad exterior podría mejorarse con políticas activas que respondan a los ajustes de costes realizados en países competidores.